



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

**ESCUELA DE AUDITORÍA**

**“ANÁLISIS DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS QUE CONCENTRARON  
LA MAYOR CANTIDAD DE DINERO INVERTIDO POR LAS  
ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP), PERIODOS 2014 Y  
2015.”**

**Tesis para optar al Grado Académico de Licenciado en Sistemas de  
Información Financiera y Control de Gestión.**

**Tesistas:**

**Sergio Andrés Ibacache Ibacache**

**Ricardo Patricio Ponce Rozas**

**Profesor Guía:**

**Pablo Segundo Méndez Montenegro**

**Valparaíso, 21 de Diciembre 2016**

# INDICE

|                                                                                          | Página   |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <b>RESUMEN .....</b>                                                                     | <b>5</b> |
| <b>MARCO TEÓRICO.....</b>                                                                | <b>6</b> |
| 1. Antecedentes Generales.....                                                           | 6        |
| 1.1. Desaceleración de la Economía en el Mundo y en Chile.....                           | 6        |
| 1.2. Factores Internacionales que Inciden en la Economía Chilena. ....                   | 8        |
| 1.3. Opinión de Economistas. ....                                                        | 9        |
| 1.4. ¿Cómo afecta la Desaceleración a Chile?.....                                        | 11       |
| 1.5. Desaceleración golpea crecimiento de cotizantes de las AFP.....                     | 12       |
| 2. Inversiones.....                                                                      | 13       |
| 2.1. Concepto.....                                                                       | 13       |
| 2.2. Tipos de Inversión.....                                                             | 13       |
| 2.2.1. Clasificación según el Objeto en que se Invierte. ....                            | 14       |
| 2.2.1.1. Inversión Real. ....                                                            | 14       |
| 2.2.1.2. Inversión Financiera. ....                                                      | 14       |
| 2.2.1.2.1. Renta Fija. ....                                                              | 15       |
| 2.2.1.2.2. Renta Variable.....                                                           | 15       |
| 2.3. Factores que Influyen en la elección de Inversión de un Instrumento Financiero..... | 16       |
| 3. Normativa de las Administradoras de Fondos de Pensiones.....                          | 18       |
| 4. Instrumentos Financieros. ....                                                        | 19       |
| 4.1. Concepto.....                                                                       | 19       |
| 4.2. Características de los Instrumentos Financieros. ....                               | 20       |
| 5. Las AFP y los Multifondos. ....                                                       | 20       |
| 5.1. Antecedentes Generales (Las AFP).....                                               | 20       |
| 5.2. Multifondos.....                                                                    | 23       |
| 5.2.1. Fondo A (Muy Riesgoso).....                                                       | 25       |
| 5.2.2. Fondo B (Riesgoso). ....                                                          | 25       |
| 5.2.3. Fondo C (Intermedio). ....                                                        | 25       |
| 5.2.4. Fondo D (Conservador).....                                                        | 25       |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 5.2.5. Fondo E (Muy Conservador).....                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 26        |
| 5.3. Instrumentos Financieros en los que las AFP se encuentran autorizadas a Invertir los Fondos de Pensiones.....                                                                                                                                                                                                        | 26        |
| 5.4. Límites de Inversión.....                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 28        |
| <b>PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>30</b> |
| <b>OBJETIVOS GENERAL Y ESPECÍFICOS DE LA INVESTIGACIÓN .....</b>                                                                                                                                                                                                                                                          | <b>31</b> |
| Objetivo General .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 31        |
| Objetivos Específicos .....                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 31        |
| <b>METODOLOGÍA .....</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | <b>32</b> |
| Eta 1: Recopilación de Antecedentes:.....                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 32        |
| Eta 2: Sistematización de la Información Recopilada: .....                                                                                                                                                                                                                                                                | 32        |
| Eta 3: Revisión de Documentación en relación al Primer Objetivo: .....                                                                                                                                                                                                                                                    | 32        |
| Eta 4: Revisión de Documentación en relación al Segundo Objetivo:.....                                                                                                                                                                                                                                                    | 33        |
| Eta 5: Elaboración, Validación y Aplicación de Instrumentos:.....                                                                                                                                                                                                                                                         | 33        |
| Eta 6: Análisis y Discusión de la Información Recopilada.....                                                                                                                                                                                                                                                             | 33        |
| <b>ANÁLISIS DE RESULTADOS .....</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>34</b> |
| 1. Identificar los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP dentro de los periodos 2014 y 2015.....                                                                                                                                                                    | 35        |
| 2. Describir el comportamiento de la rentabilidad que obtuvieron los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP en los años 2014 y 2015 a través del análisis estadístico obtenido a partir de la información pública que entrega la Superintendencia de Pensiones. .... | 38        |
| 2.1. Rentabilidad Promedio por Instrumento Financiero a nivel mercado Diciembre años 2014 y 2015. ....                                                                                                                                                                                                                    | 40        |
| 2.2. Rentabilidad trimestral por Instrumento a nivel mercado años 2014 y 2015. ..                                                                                                                                                                                                                                         | 41        |
| 2.3. Rentabilidad por tipo de Fondo a nivel de mercado de AFP a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                                                                                                                                                             | 44        |
| 2.4. Rentabilidad del Fondo A por AFP a Diciembre de 2014 y 2015. ....                                                                                                                                                                                                                                                    | 46        |
| 2.5. Rentabilidad del Fondo B por AFP a Diciembre de 2014 y 2015. ....                                                                                                                                                                                                                                                    | 48        |
| 2.6. Rentabilidad del Fondo C por AFP a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                                                                                                                                                                                     | 50        |
| 2.7. Rentabilidad del Fondo D por AFP a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                                                                                                                                                                                     | 52        |
| 2.8. Rentabilidad del Fondo E por AFP a Diciembre de 2014 y 2015. ....                                                                                                                                                                                                                                                    | 54        |
| 2.9. Rentabilidad Promedio por AFP a Diciembre años 2014 y 2015. ....                                                                                                                                                                                                                                                     | 56        |

|                                                                                                                    |                                                                                                                                                                        |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.10.                                                                                                              | Rentabilidad Promedio de AFP Capital por Tipo de Fondo a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                 | 57        |
| 2.11.                                                                                                              | Rentabilidad Promedio de AFP Cuprum por Tipo de Fondo a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                  | 58        |
| 2.12.                                                                                                              | Rentabilidad Promedio de AFP Habitat por Tipo de Fondo a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                 | 59        |
| 2.13.                                                                                                              | Rentabilidad Promedio de AFP Modelo por Tipo de Fondo a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                  | 59        |
| 2.14.                                                                                                              | Rentabilidad Promedio de AFP Planvital por Tipo de Fondo a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                               | 60        |
| 2.15.                                                                                                              | Rentabilidad Promedio de AFP Provida por Tipo de Fondo a Diciembre de 2014 y 2015.....                                                                                 | 61        |
| 3.                                                                                                                 | Establecer los criterios que influyeron en la elección de un Instrumento Financiero a través de un análisis comparativo de las políticas de inversión de las AFP. .... | 62        |
| <b>CONCLUSIÓN .....</b>                                                                                            |                                                                                                                                                                        | <b>68</b> |
| <b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>                                                                                           |                                                                                                                                                                        | <b>71</b> |
| <b>ANEXOS .....</b>                                                                                                |                                                                                                                                                                        | <b>74</b> |
| ANEXO Nº 1 – GLOSARIO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LOS QUE LAS AFP SE ENCUENTRAN AUTORIZADOS A INVERTIR..... |                                                                                                                                                                        | <b>75</b> |
| ANEXO Nº 2 – INSTRUMENTOS FINANCIEROS UTILIZADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES DE LAS AFP A DICIEMBRE DE 2014.....   |                                                                                                                                                                        | <b>83</b> |
| ANEXO Nº 3 – INSTRUMENTOS FINANCIEROS UTILIZADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES DE LAS AFP A DICIEMBRE DE 2015.....   |                                                                                                                                                                        | <b>87</b> |
| ANEXO Nº 4 – GLOSARIO DE CRITERIOS SOBRE LAS POLITICAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP.....                                |                                                                                                                                                                        | <b>91</b> |

## RESUMEN

Las inversiones en la actualidad se encuentran bajo una incertidumbre negativa producto de la inestabilidad de la economía mundial. A pesar que Chile en los últimos 10 años presentó un crecimiento constante en su economía de un 5% anual, desde el año 2014 en adelante sus buenos resultados fueron decaendo llegando incluso a índices entre un 1% a 2% de crecimiento anual, principalmente por la baja en el valor del Cobre en las principales Bolsas de Valores del globo y el menor crecimiento de su principal socio comercial, China. Las AFP invierten dineros de todos los afiliados que cotizan en ellas en Bolsas de Valores y otros medios tanto en el país como en el extranjero.

El objetivo principal de la presente investigación es analizarlos Instrumentos Financieros que concentraron el mayor importe invertido por los Fondos de Pensiones de las AFP dentro de los periodos 2014 – 2015. Además se pretende responder ciertas interrogantes, tales como:

- ¿En qué Instrumentos Financieros se realizan las inversiones?;
- ¿Cuál fue el comportamiento de los Instrumentos Financieros escogidos para invertir respecto a su Rentabilidad?, y;
- ¿Qué criterios influyeron en la toma de decisión de estos Instrumentos Financieros?

Este análisis se llevará a cabo principalmente a través de revisión de material bibliográfico y análisis comparativos de tipo cualitativo y cuantitativo con énfasis a las inversiones e instrumentos comprendidos en el periodo de estudio,

Finalmente, se pretende obtener respuesta a las interrogantes antes mencionadas con el fin de poder concluir si efectivamente las políticas tomadas por las AFP fueron efectivamente las más correctas considerando los Instrumentos Financieros utilizados, sus Rentabilidades y los factores presentes en el contexto que influyeron en la toma de decisión.

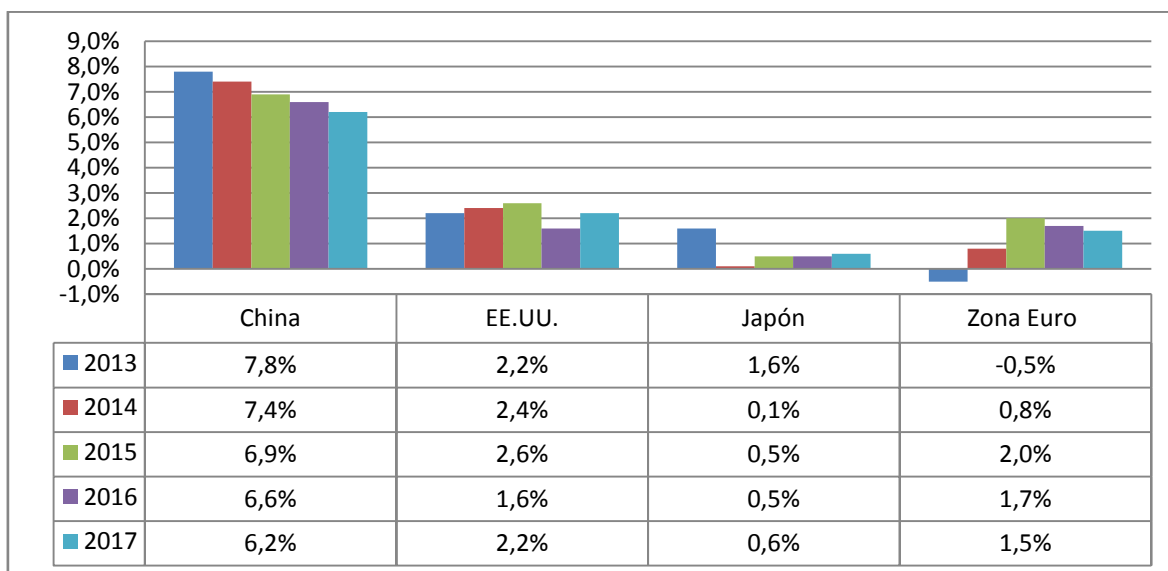
# MARCO TEÓRICO

## 1. Antecedentes Generales.

### 1.1. Desaceleración de la Economía en el Mundo y en Chile.

Según (Kummetz, 2015) *"El mundo se está recuperando económicamente, pero lenta y desigualmente. En el año 2015 Estados Unidos vuelve a crecer a buen ritmo, mientras que Europa lo hace algo más lentamente. Japón crece un poco, pero mantiene sus problemas estructurales. China se halla en pleno proceso de transformación y ya no es el motor de la economía mundial. Y América Latina tiene un desempeño económico irregular, con focos problemáticos sobre todo en Venezuela, Brasil y Argentina"*. A continuación se detalla la evolución económica que han sufrido las grandes potencias donde se centran la mayor parte de las inversiones extranjeras.

**Gráfico 1 - Evolución Crecimiento Económico Principales Potencias a Nivel Mundial.**



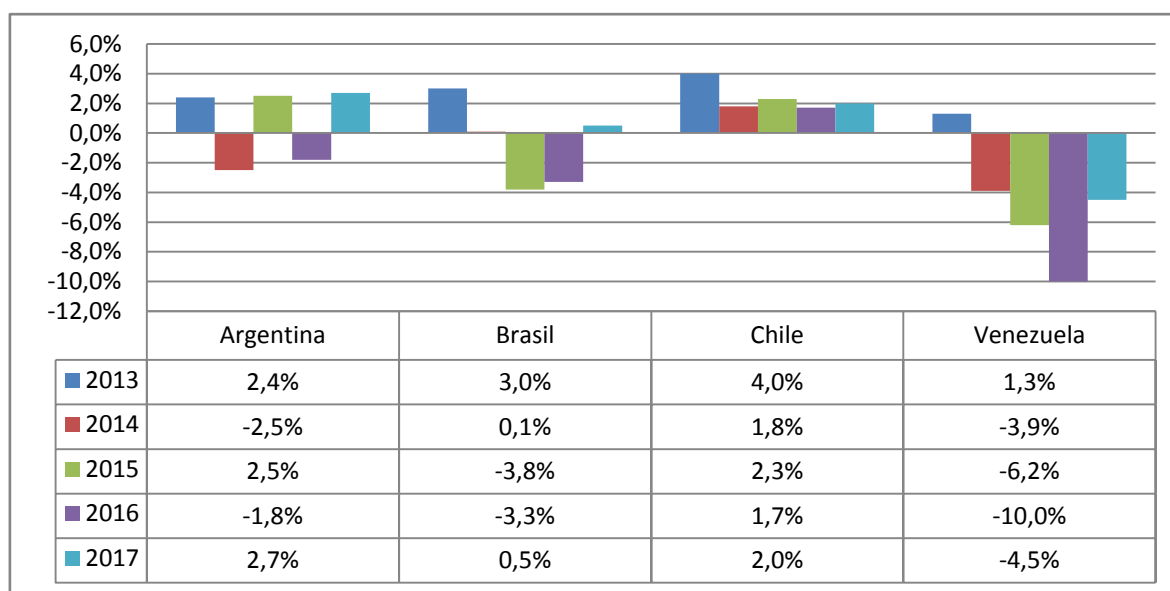
**Fuente - Elaboración Propia a partir de los Informes "Perspectivas de la Economía Mundial" del FMI, Enero 2015 y Octubre 2016.**

De acuerdo a lo evidenciado en el gráfico anterior, se puede apreciar el descenso sostenido que ha presentado la economía de la República Popular China (2013, 2014 y 2015), además de las proyecciones que siguen a la baja para este 2016 y el próximo año, por otra parte, pierde lugar como el principal motor de la economía ante la India, que según cifras del FMI se proyecta un crecimiento sobre el 7,6% para el 2016 y 2017 en dicha economía.

Estados Unidos, economía donde se concentra el mayor número de inversiones en el mundo tiende a la baja al igual que China, pero se prevé un leve ascenso para 2017. En cambio, Japón se encuentra totalmente estancado debido a la problemática del crecimiento de su población y la Zona Euro que comprenden a Alemania, España, Francia e Italia a pesar de ir al alza, con la salida del Reino Unido de la Unión Europea y la incertidumbre de los escenarios económicos para aquella región, se prevé un descenso en el crecimiento para los próximos periodos.

Por otra parte en América Latina la irregularidad del crecimiento económico se debe a los problemas políticos y crisis en torno a la transparencia y corrupción política, la cual ha insertado un alto grado de incertidumbre y manipulación de las cifras oficiales en cuanto se habla de crecimiento económico, por lo que se aprecia grandes diferencias entre países de la región. En el siguiente gráfico se detalla la evolución del crecimiento para algunos países de la región.

**Gráfico 2 - Evolución Crecimiento Económico Latinoamérica.**



**Fuente - Elaboración Propia a partir del Informe "Perspectivas de la Economía Mundial – Las Américas: América Latina y el Caribe. ¿Se prolongará el actual frente frío?" del FMI, Octubre 2016.**

En el caso de Chile, se ha caracterizado siempre por ser una de las economías más prósperas y de más rápido crecimiento en la región en la última década. Sin embargo, en los años 2014 y 2015, según una noticia de (Emol, 2015) comenta que durante el año 2014 *“la economía chilena tuvo uno de sus menores crecimientos de su historia desde 1990. De hecho, la economía chilena sólo presentó un peor rendimiento para la crisis*

asiática de 1999 y en la crisis financiera de 2009, cuando se produjeron caídas de 0,5% y 1% en el PIB, respectivamente”. Cabe señalar que según las proyecciones para el año 2016, tendría un crecimiento menor al ocurrido durante el periodo 2014, sin embargo, la región tendería al alza junto a todas las regiones del mundo para el año 2017.

## **1.2. Factores Internacionales que Inciden en la Economía Chilena.**

En relación a lo que comenta (Castro, 2014) se refiere que *“La caída del precio del cobre tiene sus razones: El factor Chino. Desde comienzos de la crisis financiera mundial a principios del año 2008 la presencia China en América Latina ha hecho de Chile un país económicamente dependiente del gran asiático. Sólo China importa el 40% del total del cobre chileno. A su vez, la desaceleración de la economía en China ha causado la baja en la demanda del cobre y por ende la caída de su precio a nivel internacional. El “Súper-ciclo” del cobre en el que se había apoyado el gobierno del ex mandatario Sebastián Piñera se desmorona, con esto los niveles de inversión en la minería han decaído considerablemente. Antofagasta, principal ciudad minera del País, tuvo una caída en su economía interna de un 2,4% y la tasa de desempleo aumento a un 7% superando incluso la media nacional.”*

Se desprende de lo citado anteriormente que los factores que inciden en la economía Chilena son:

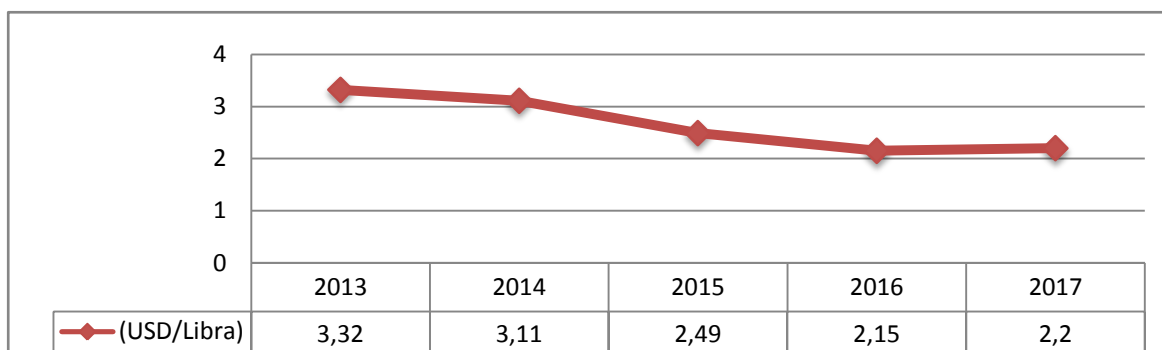
- Precio del cobre, del cual el país tiene una alta dependencia, y;
- La economía China, siendo ésta quien contribuye en un 23% del comercio exterior que genera el país y a su vez, se le considera al gigante asiático como el principal proveedor de los mercados mundiales.

Según el Informe Anual de Comercio Exterior 2014 - 2015 de las exportaciones realizadas a China un 82,3% corresponden al Sector de la Minería y un 42% provienen de la región de Antofagasta siendo despachados por puertos encontrados principalmente en las regiones de Arica – Parinacota y Tarapacá. Otros productos Chilenos que son exportados en esta lista son:

- Celulosa, representa un 5,9% del total de exportaciones a China;
- Frutas, con una participación del 4,0%; y;
- Salmon y Vino, ambos con una cifra muy baja del 0,6%.

En cuanto al cobre, es la principal materia prima y fuente de ingresos en el país, el cual en los últimos años se ha notado una tendencia a la baja, con proyecciones poco alentadoras y precios muy bajos en comparación a registros anteriores. A continuación se presenta la variación en el precio del cobre y su proyección para el periodo actual y el próximo ejercicio.

**Gráfico 3 – Evolución del Precio del Cobre, Bolsa de Metales de Londres.**



**Fuente - Elaboración Propia a partir del Informe Anual de Comercio Exterior 2014 - 2015 y página web de Cochilco**

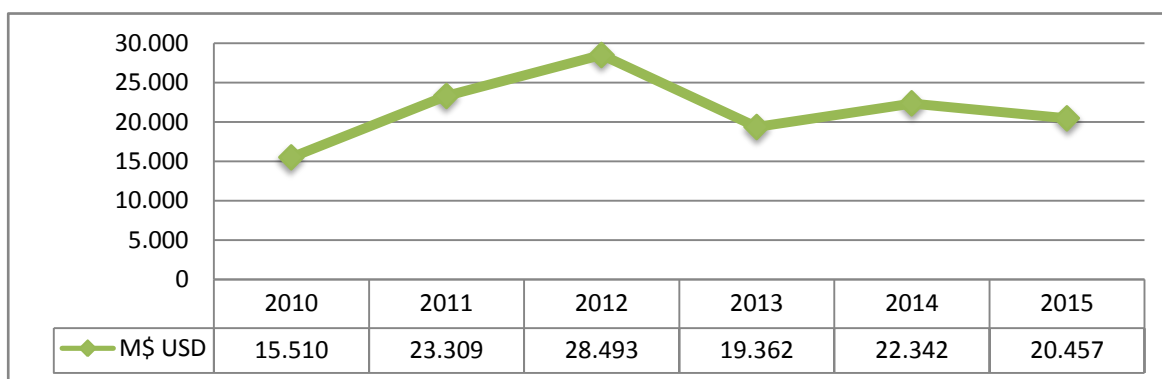
Claramente se puede apreciar que en el año 2015 su precio fue muy bajo y coincidentemente concuerda con el bajo crecimiento que arrojó Chile en el mismo periodo y la tendencia al alza de su precio proyectado tendría incidencia en el crecimiento de la nación para el año 2017

### **1.3. Opinión de Economistas.**

Genéricamente los economistas han concordado en algo común, creen que el repunte de la actividad económica se ve de manera muy lejana, De acuerdo a una publicación de (Emol, 2015), Ángel Cabrera *“cree que lo que está detrás de la desaceleración de la economía Chilena no es fenómeno transitorio, sino algo más permanente, asociado a los efectos de las reformas estructurales, y que han golpeado fuertemente la inversión y la creación de empleos”*.

De manera cierta se ha evidenciado que la inversión en Chile se vio fuertemente perjudicada en el último año, existiendo una baja considerable que viene desde el año 2013, aunque si bien, ha habido un ascenso en 2014, para el periodo 2015 se crecentó una baja resultado al estancamiento que ha tenido el país en el último año. A continuación se puede apreciar el importe por inversión extranjera directa en territorio nacional expresada en millones de dólares Americanos, para los últimos 6 periodos.

**Gráfico 4 – Inversión Extranjera Directa.**



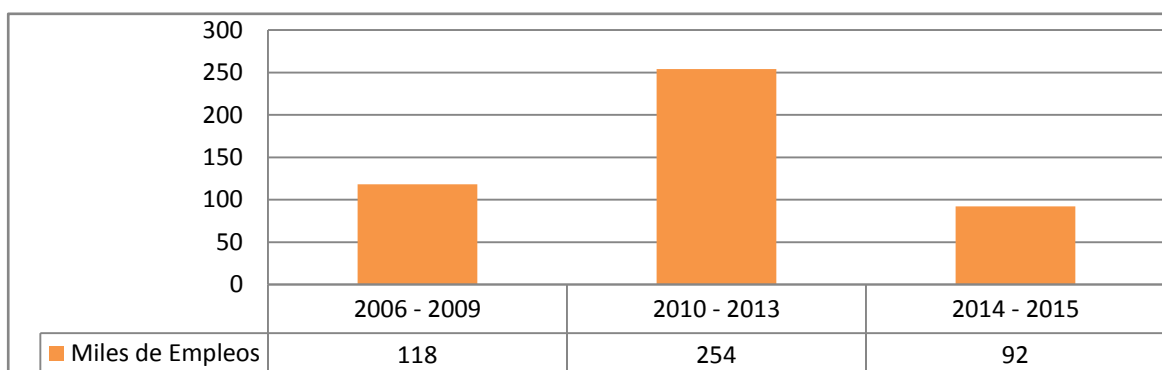
**Fuente – Elaboración Propia a partir de información recopilada en el informe “La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe”, CEPAL, 2016.**

En términos porcentuales la baja en la inversión demuestra que hubo una disminución del 8,43% en comparación al año 2014.

Por otra parte, según el informe de coyuntura “Un breve balance del mercado laboral en los dos primeros años de Gobierno” de avanza Chile mencionan que la capacidad de crear empleos por el actual gobierno ha caído en torno a un 62% desde que asumió en el año 2014 en comparación al gobierno del ex mandatario Sebastián Piñera.

Si se relaciona lo mencionado por Ángel Cabrera con los datos reales, se puede apreciar que está en lo cierto, ya que en el informe de coyuntura se menciona la cantidad de creación de empleos promedios anuales en los últimos gobiernos presidenciales, a continuación se detalla la cantidad de nuevos puestos de trabajos en promedio que se generaron de manera anual en los últimos periodos.

**Gráfico 5 – Empleos creados en promedios al año.**



**Fuente – Elaboración Propia a partir de información recopilada en el informe de coyuntura “Un breve balance del mercado laboral en los dos primeros años de Gobierno”, Avanza Chile, Abril 2016.**

La baja en la creación de nuevos empleos se encuentra relacionada directamente a las variables económicas desfavorables que se han generado en el país. En comparación con el primer mandato de la Presidenta Michelle Bachelet, se evidencia que también hay una disminución drástica del 22%.

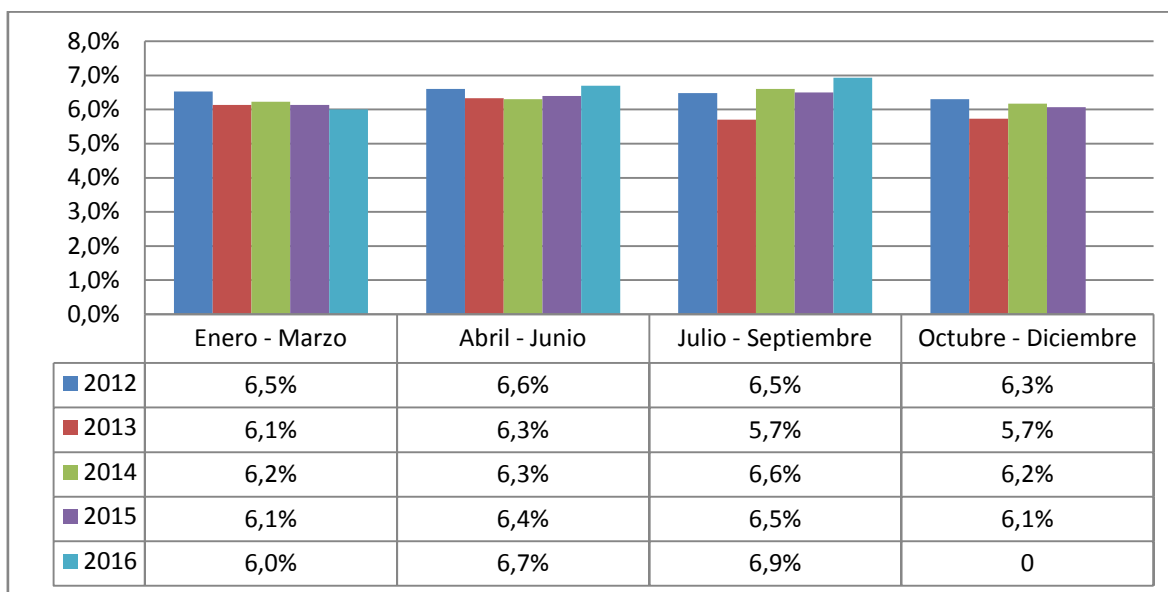
Con respecto a las opiniones que otros economistas han dado al portal web Emol, en el caso de Cecilia Cifuentes, economista de Libertad y Desarrollo, expresó que *“un mayor crecimiento el próximo año depende de cómo el Gobierno maneje el llamado “segundo tiempo”. Acotando además que “si sólo se postergan las reformas, sin cambios importantes de diseño, la economía continuará creciendo por debajo del 3%”, afirma. Sin embargo, asegura que si hay cambios en la reforma laboral, educacional, y se aclara el tema tributario y constitucional, se podría recuperar un ritmo de 4%”*

Por otra parte, el economista Rodrigo Aravena, economista jefe del Banco de Chile señala que *“una expansión por debajo de 3% por un periodo prolongado es algo que se debe mirar con cuidado, porque abre la interrogante de un menor PIB potencial de la economía”* lo que se traduce en un menor poder adquisitivo por las personas y una menor calidad de vida, producto a que la población debería dejar ciertas comodidades de lado para poder cubrir las necesidades básicas, a su vez, disminuiría la capacidad de generar ahorro en las personas debido a la variable anteriormente señalada.

#### **1.4. ¿Cómo afecta la Desaceleración a Chile?**

Acorde a lo que menciona (Castro, 2014), expresa que la desaceleración económica en Chile provocó un aumento en la tasa de desempleo, comentando además que *“Los primeros efectos lo ha sufrido principalmente el sector minero el cual bajo un 2,4% su producción durante el segundo semestre: El cierre de Cerro Dominador que dejó a más de 300 desocupados así como también los despidos preventivos en Pampa Norte (De la multinacional BHP Billiton) son solo una pequeña muestra inmediata de los efectos de esta desaceleración”*. A continuación se puede apreciar la evolución que ha sufrido el nivel de desempleo en la nación, por trimestre, cabe señalar que el último trimestre del año 2016 se encuentra en cero “0” debido a que aún no se encuentra con cifras oficiales.”

**Gráfico 6 – Porcentaje de Desempleo en Chile.**



**Fuente - Elaboración Propia a partir de información recopilada en el Instituto Nacional de Estadísticas, Octubre, 2016.**

El autor comenta además que durante el año 2014, entre ciertos trimestres ocurrieron fenómenos preocupantes, uno de ellos ha sido la invariabilidad de la tasa de desempleo, quiere decir que las tasas de desocupación en Chile se mantuvieron estables, lo que en conjunto a la reducción de la fuerza de trabajo y la poca capacidad de generar más empleos, han dado en evidencia que menos personas se encuentran buscando empleos.

### **1.5. Desaceleración golpea crecimiento de cotizantes de las AFP.**

Según (Mostrador, 2015) *“Los fondos de pensiones también sienten el enfriamiento económico, esto luego de que las últimas cifras de desempleo dieran cuenta de un contagio de la desaceleración económica al mercado laboral. La Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) informó hoy una fuerte baja en el ritmo de crecimiento de nuevos cotizantes.”*

De acuerdo a lo mencionado en el informe anual de ocupación y remuneraciones que publica la asociación de administradoras de fondos de pensiones en su portal institucional, menciona principalmente que:

- La cantidad de nuevos cotizantes aumentó en los periodos 2014-15 en 114.958, cifra que equivale a un 2,09% muy lejano a lo que en los periodos 2013 al 2013 arrojó, con una variación anual del 6,1% lo que significó un aumento de 284.344 nuevos cotizantes.

- Las remuneraciones de hombres crecieron un 2,75% versus al 4,05% que registraron las mujeres, sin embargo, el sueldo promedio de los hombres es superior por \$109.000 en relación a las mujeres y se acentúa más en el caso de cotizantes que ganan ingresos de más de un millón de pesos, ya que la cantidad de hombres con dicha remuneración duplican a las mujeres.

El portal web además menciona que las AFP se refieren a dicha moderación en el número de crecimiento de nuevos cotizantes como *“un buen reflejo tanto de los cambios que se han generado en el mercado laboral, como del menor dinamismo económico que está viviendo nuestro país, ratificado por el Banco Central en el IPoM de marzo y junio 2015”*

## 2. Inversiones.

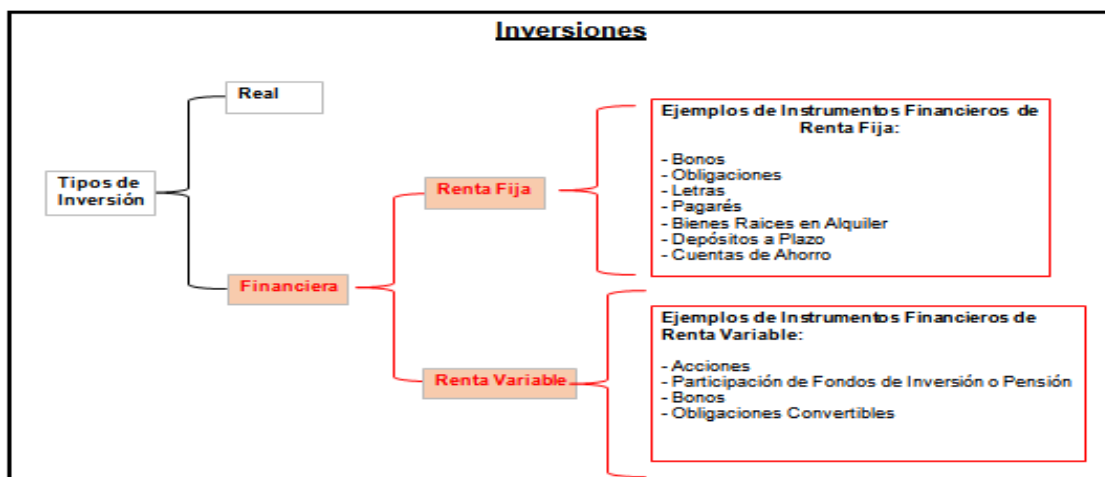
### 2.1. Concepto.

Según (Pérez Porto & Merino, 2009) *“Una inversión, en el sentido económico, es una colocación de capital para obtener una ganancia futura. Esta colocación supone una elección que resigna un beneficio inmediato por uno futuro y, por lo general, improbable”*

### 2.2. Tipos de Inversión.

Los tipos de inversión se pueden clasificar tomando distintos criterios, uno de ellos es del objetivo por el cual se invierte. A continuación, se puede visualizar los tipos de Inversión, destacando con rojo el tipo de inversión sobre el cual se enfocará la presente investigación.

Esquema 1 – Tipos de Inversiones.



Fuente – Elaboración Propia en Base a la Información recopilada de Crece Negocio, Julio 2016.

### **2.2.1. Clasificación según el Objeto en que se Invierte.**

De acuerdo a lo que muestra el **Esquema 1**, las inversiones pueden ser clasificadas tanto como:

- Reales, y;
- Financieras, siendo esta última subdivida en Inversiones de tipo:
  - Renta Fija, y;
  - Renta Variable.

#### **2.2.1.1. Inversión Real.**

Según (Asociación de Supervisores Bancarios de las Americas, 2015) *“Una inversión se denomina real cuando el dinero se destina a adquirir activos productivos o tangibles”* dentro de esta clasificación, se pueden encontrar ejemplares como:

- Equipos;
- Propiedades, y;
- Materias Primas o Materiales Directos.

Otra definición que se puede contemplar sobre Inversión Real es que en materias de economía se le considera como el gasto destinado a la adquisición de bienes de capital, creando de esta forma una nueva formación de capital.

Cabe señalar que por definición de bienes de capital se entiende en contabilidad los considerados ordinarios como inversiones a largo plazo a causa de su valor sustancial y duración. En términos concretos esta definición se refiere a activos productivos como maquinarias industriales, por la tanto la definición de Inversión Real concuerda con las materias enunciadas anteriormente.

#### **2.2.1.2. Inversión Financiera.**

*“Una inversión se denomina financiera cuando el dinero se destina a adquirir activos cuyo precio depende de las rentas que se supone éstas generarán en el futuro”* (Asociación de Supervisores Bancarios de las Americas, 2015). En este tipo de inversiones podemos encontrar:

- Acciones de una empresa;
- Depósitos a plazo fijo, o;
- Títulos de deuda emitidos por empresas o gobiernos.

Una inversión financiera a su vez, se puede clasificar tanto como la renta y el flujo que genere, para este caso se consideran inversiones financieras de tipo:

- Fija, y;
- Variable.

#### **2.2.1.2.1. Renta Fija.**

Según (Crece Negocios, 2015) *“La renta fija se da en las inversiones en donde se conoce de antemano (o al menos en un nivel de predicción aceptable) cuáles serán los flujos de renta que generarán (los cuales no necesariamente tienen que ser constantes o regulares)”*. Ejemplo de este tipo de inversiones podemos encontrar a los activos financieros o títulos valores tales como:

- Bonos;
- Obligaciones;
- Letras, y los pagarés;
- Bienes raíces en alquiler, y;
- Sistemas de ahorros tales como los depósitos a plazo.

Por lo general, las inversiones de renta fija generan una menor rentabilidad que las inversiones de renta variable, pero presentan un menor riesgo. Generalmente, estas inversiones se realizan a largo plazo.

#### **2.2.1.2.2. Renta Variable.**

Según (Crece Negocios, 2015) *“La renta variable se da en las inversiones en donde no se conoce de antemano cuáles serán los flujos de renta que generarán (los cuáles incluso pueden llegar a ser negativos), pues éstos dependen de diversos factores tales como el desempeño de una empresa, el comportamiento del mercado, la evolución de la economía, y un sinfín de muchos otros factores”*. Algunos ejemplo de inversiones de renta variable son:

- Acciones;
- Participaciones en fondos de inversión, y;
- Bonos y obligaciones convertibles a corto plazo.

Por lo general, las inversiones de renta variable generan una mayor rentabilidad que las inversiones de renta fija, pero presentan un mayor riesgo. Generalmente, estas inversiones se realizan a corto o mediano plazo.

### 2.3. Factores que Influyen en la elección de Inversión de un Instrumento Financiero.

Todo tipo de inversión se encuentra expuesta a diversos factores inherentes de los mercados financieros. Éstos pueden ser identificados y, por lo tanto, monitoreados con el fin de poder generar estrategias que ayuden a mitigar sus efectos. Dichos factores, pueden ser gestionados generando así, una disminución en sus consecuencias, se pueden clasificar en las siguientes categorías:

**Tabla 1 - Factores a Considerar al Momento de la Inversión.**

| <b>Factor a Considerar.</b>               | <b>Razón o Motivo.</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Objetivo.</b>                          | En cuanto a los objetivos, se debe saber en qué quiere hacerlo, qué tipo de instrumento se desea invertir, en uno de Renta Variable o Renta Fija.                                                                                                                                                               |
| <b>Nivel de Riesgo y Rentabilidad.</b>    | Considerar en cuanto podría variar el precio asociado en la adquisición del instrumento y cuanto es lo que se espera ganar. En aquel sentido, es de suma relevancia conocer que los instrumentos financieros tienen distintos niveles de riesgo, y por ende, también distintos niveles de rentabilidad deseada. |
| <b>Liquidez.</b>                          | Grado de convertir un activo en efectivo sin afectar a su valor, esto va asociado principalmente al momento de retirar la inversión realizada.                                                                                                                                                                  |
| <b>Plazos.</b>                            | Esta variable se asocia directamente al objetivo de la inversión. Si es en un instrumento de Renta Variable (Corto Plazo) o un instrumento de Renta Fija (Largo Plazo).                                                                                                                                         |
| <b>Necesidades de Flujos Intermedios.</b> | Mide la necesidad del inversionista de recibir flujos de efectivo. Existen instrumentos que pagan flujos de manera intermedia, al azar, o bien, al final del plazo.                                                                                                                                             |

| <b>Factor a Considerar.</b>          | <b>Razón o Motivo.</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Acceso al Mercado.</b>            | Se refiere a la posibilidad de comprar o vender un instrumento en el mercado primario y secundario. En el primero hay restricciones a la transacción, por ejemplo la venta de pagarés por parte del Banco Central y en el secundario existen restricciones por monto, por ejemplo, para acceder a la bolsa, las corredoras exigen un mínimo de capital al inversionista. |
| <b>Unidades de Valor y Reajuste.</b> | La unidad en que se expresa un instrumento financiero, puede ser en UF, UTM, IPC, US\$, entre otros.                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Costos Asociados.</b>             | Para realizar ciertos tipos de inversiones, en algunos casos es necesario incurrir en un costo financiero.                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Tributación.</b>                  | Es de suma importancia realizar el análisis a los impuestos a las que se encuentran gravadas las rentas generadas por la inversión, al igual que los beneficios tributarios que existen.                                                                                                                                                                                 |
| <b>Resguardos y Garantías.</b>       | Es la probabilidad de incumplimiento en las obligaciones de un emisor, por lo que existen instrumentos con garantías de pago.                                                                                                                                                                                                                                            |

**Fuente - Elaboración Propia en Base a Documentación de la Superintendencia de Valores y Seguros, Julio 2016.**

Es importante poder aplicar dichos factores debido que al ser identificados y administrados por los inversionistas posibilita que exista una mayor certeza de lo que pueda suceder, tanto de manera positiva como negativa del resultado de la inversión.

### 3. Normativa de las Administradoras de Fondos de Pensiones

El poder legislativo ha creado diversas leyes que regulan el accionar de las Administradoras de Fondos de Pensiones. En esta investigación se tendrá presente 2 leyes como base a analizar, estos son:

**Tabla 2 - Normativa Reguladora de las AFP.**

| <b>Normativa</b>     | <b>Antecedente General</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>D.L. 3.500</b>    | <p>Este decreto ley se promulgó el 04 de Noviembre de 1980 y fue publicado en el Diario Oficial el 13 de Noviembre del mismo año donde establece un nuevo sistema de pensiones de vejez, reemplazando al antiguo sistema de reparto.</p> <p><i>“Artículo 1º.- Créase un Sistema de Pensiones de Vejez, de Invalidez y Sobrevivencia derivado de la capitalización individual que se regirá por las normas de la presente ley. La capitalización se efectuará en organismos denominados Administradoras de Fondos de Pensiones”</i> (Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 1980).</p> |
| <b>Ley Nº 19.795</b> | <p>Esta ley se promulgó el 15 de Febrero de 2002 y fue publicado en el Diario Oficial el 28 de Febrero del mismo año.</p> <p>Con ella, trajo una serie de modificaciones en materias de inversión en Instrumentos Financieros de los Fondos de Pensiones del D.L 3.500 de 1980 creando así un sistema de Multifondos ajustándolos a un rango etario, y establece los límites de inversión en los instrumentos financieros que el D.L. 3.500 indica.</p>                                                                                                                                   |

**Fuente - Elaboración Propia en Base al D.L. 3.500, y Ley nº 19.795, Julio 2016.**

## 4. Instrumentos Financieros.

### 4.1. Concepto.

Según (MT, 2012) *“Un Instrumento Financiero es una herramienta intangible, un servicio o producto ofrecido por una entidad financiera, intermediario, agente económico o cualquier ente con autoridad y potestad necesaria para poder ofrecerlo o demandarlo. Su objetivo es satisfacer las necesidades de financiación o inversión de los agentes económicos de una sociedad (familias, empresas o Estado), dando circulación al dinero generado en unos sectores y trasladándolo a otros sectores que lo necesitan, generando a su vez riqueza.”* Algunos ejemplos de Instrumentos Financieros son:

- **Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas:** Representan una parte del patrimonio de una sociedad anónima abierta. Su posesión refleja un derecho de propiedad y el control de un determinado porcentaje del total de la empresa. El total de acciones de una sociedad constituye el total del patrimonio de la misma.
- **Bonos Corporativos:** Instrumentos de deuda de mediano y largo plazo emitidos por sociedades anónimas y otro tipo de entidades.
- **Depósitos a Plazo:** Son sumas de dinero entregadas a una institución financiera, para generar intereses en un período de tiempo determinado.
- **Derivados:** Instrumentos que tal cual dice su nombre, derivan de algún otro producto utilizados como cobertura de un activo (generalmente en materias primas) este tipo de instrumento pueden ser de cuatro tipos, los cuales son:
  - Forwards;
  - Opciones;
  - Swap,y;
  - Futuros.

Un instrumento genera más que sólo un título de posesión, también es una herramienta que como su definición lo menciona, genera movimiento, dinamismo y riqueza en la economía. Con la globalización, modernización y la necesidad de los mercados de tener fuentes de financiamiento e inversión de grandes capitales (sumas de dinero), este tipo de herramienta ha podido facilitar a la realización de dichas operaciones.

## 4.2. Características de los Instrumentos Financieros.

Las características principales de todo Instrumento Financiero son su **Liquidez**, **Riesgo** y **Rentabilidad**. En la siguiente tabla se detalla cada característica con su respectiva definición.

Tabla 3 - Características de los Instrumentos Financieros.

| Característica      | Concepto                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Liquidez</b>     | <p>Es la facilidad de transformar un activo financiero en un valor líquido (dinero), es decir su facilidad y certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas.</p> <p>En términos de administración, la liquidez corresponde a la capacidad de convertirse rápidamente en dinero. Normalmente, los activos de una empresa son considerados como líquidos cuando están en las partidas de caja o valores cotizables.</p> |
| <b>Riesgo</b>       | <p>En general, el riesgo es cualquier posibilidad de pérdida. En tanto, en los negocios se refiere a la posibilidad de que se produzca un acontecimiento que conlleve a pérdidas materiales.</p>                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Rentabilidad</b> | <p>Se refiere a su capacidad de obtener intereses u otros rendimientos al adquirente como pago por su cesión temporal de fondos y por asunción temporal de riesgos.</p>                                                                                                                                                                                                                                                            |

Fuente – Elaboración Propia en Base a Documentación Recopilada de Enciclopedia Financiera, Junio 2016.

## 5. Las AFP y los Multifondos.

### 5.1. Antecedentes Generales (Las AFP).

De acuerdo a lo que el legislador menciona en la normativa, define a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) como *“sociedades anónimas que tendrán como objetivo exclusivo administrar Fondos de Pensiones y otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece la ley”* (Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 1980).

Las AFP nacen en el año 1980 a raíz del cambio del sistema previsional que existió en Chile durante aquella época, este nuevo sistema de pensiones vino a reemplazar al antiguo que consistía en un ahorro común que aportaban sus afiliados (Sistema de Reparto). Actualmente el ahorro que aportan los afiliados es capitalizado en una cuenta individual que se destina para su vejez, aquella cuenta se compone por:

- Cotizaciones realizadas por los afiliados durante su vida laboral;
- Ahorros voluntarios;
- Intereses ganados por las inversiones de las AFP, y;
- Bonos de Reconocimientos (para aquellas personas que se incorporaron al nuevo sistema de pensiones contando con a lo menos 12 cotizaciones entre los periodos comprendidos entre Noviembre de 1975 y Octubre de 1980 o bien tener a lo menos 1 cotización entre el 1 de Julio de 1979 y la fecha de ingreso al nuevo sistema).

En cuanto a la afiliación, se conoce como *“la relación jurídica entre un trabajador y el Sistema de Pensiones de Vejez, Invalidez y Sobrevivencia que origina los derechos y obligaciones que la ley establece, en especial, el derecho a las prestaciones y la obligación de cotización. La afiliación al Sistema es única y permanente, subsiste durante toda la vida del afiliado, ya sea que se mantenga o no en actividad, que ejerza una o varias actividades simultáneas o sucesivas, o que cambie de Institución dentro del Sistema”* (Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 1980).

La afiliación por primera vez a alguna de estas sociedades dependerá si el trabajador se encuentre o no trabajando y, de la AFP que se adjudique la licitación por ofrecer la comisión más baja en el mercado, para un mayor entendimiento a continuación se describirán las siguientes situaciones de cómo una persona puede afiliarse en alguna administradora.

- En caso de trabajar por primera vez bajo dependencia y subordinación, según la Superintendencia de Pensiones, la afiliación será de carácter obligatoria por 24 meses en la AFP que se haya adjudicado la licitación(actualmente dicha licitación la administra la AFP Plan Vital);

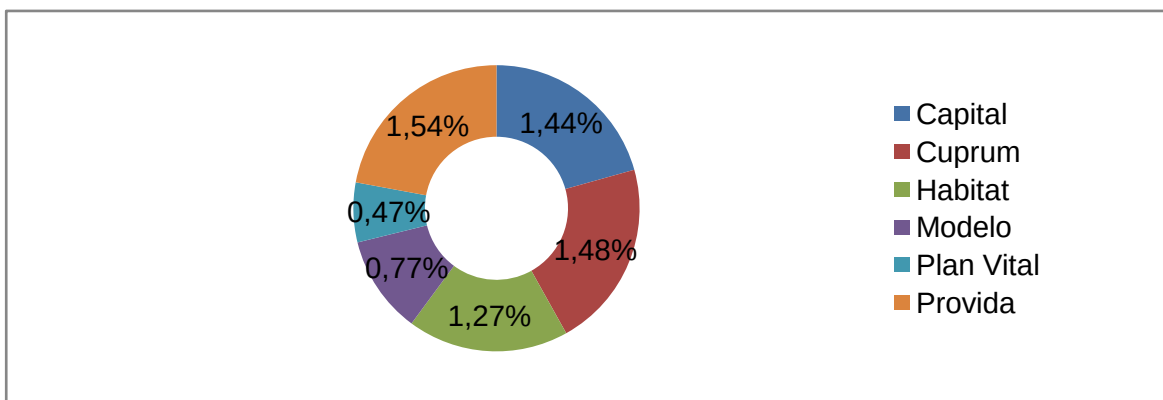
- En el caso de ser un trabajador independiente, éste se afiliará voluntariamente cotizando el 100% de su remuneración imponible, no obstante a partir del 2018 será obligatoriedad estar afiliados sin excepciones, y;
- Finalmente, quienes no se encuentren trabajando pero quieran afiliarse a una AFP podrán hacerlo de manera voluntaria.

Una vez ya afiliados en alguna AFP, se podrá decidir en cuál fondo pertenecer, teniendo además, la opción de poder traspasarse de un fondo a otro y una vez, ya abarcado los 24 meses desde la primera afiliación cambiarse de AFP. En Chile actualmente se encuentran operando seis AFP, las cuales son:

- Capital;
- Cuprum;
- Habitat;
- Modelo;
- Plan Vital, y;
- Provida.

El modo de financiamiento es a través del cobro de las comisiones a sus afiliados, cada AFP tiene una comisión distinta siendo estas definidas por cada una de ellas, en caso de querer variar dicha comisión deberá ser informada al público en general con la debida anticipación, la proporción de comisión de cada AFP que cobra a un trabajador dependiente, es la siguiente:

**Gráfico 7 - Comisión Cobrada por Cada AFP.**



**Fuente - PREVIRED, Junio 2016.**

Otro método de financiamiento en el cual incurren estas instituciones es la rentabilidad de las inversiones de los Fondos de Pensiones que administran, cabe mencionar que “las

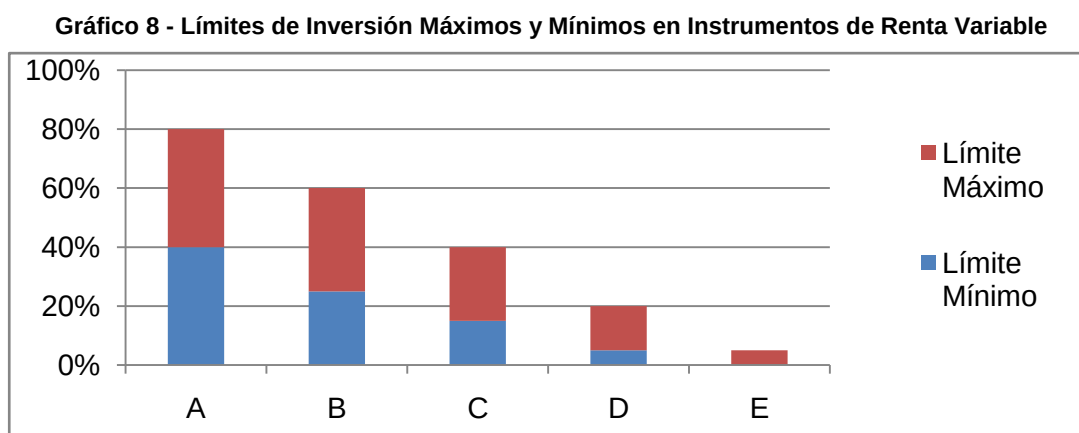
AFP invierten sólo en aquellos Instrumentos Financieros que la normativa les autoriza expresamente” (Superintendencia de Pensiones, 2014), por lo que existe un marco regulatorio que garantiza la transparencia en las inversiones que realicen estas instituciones.

## 5.2. Multifondos.

A partir del año 2002 y con la creación de la ley nº 19.795, se creó el sistema de Multifondos, indicando que cada AFP deberá tener cuatro Multifondos denominándolos según abecedario, estos los podemos encontrar expresados de la siguiente manera:

- Fondo B (riesgoso);
- Fondo C (intermedio);
- Fondo D (conservador), y;
- Fondo E (muy conservador).

Además el legislador consideró la del artículo 23, introduciendo que *“así mismo, la administradora podrá mantener un fondo adicional, que se denominará fondo de pensiones tipo A”* (Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 1980) entendiéndose como característica de este fondo un riesgo mayor en comparación al fondo tipo B. Estos cinco tipos de Fondos de Pensiones se diferencian a partir de los límites de la proporción de su portafolio invertida en títulos de renta variable tanto en Chile, como en el extranjero, lo que significa diferentes niveles de Riesgo y Rentabilidad para sus afiliados de acuerdo a cada una de las clasificaciones de los Multifondos, a continuación en el siguiente gráfico se muestra los límites que existen en materias de carteras de inversión en instrumentos financieros de renta variable de cada Multifondo.



Fuente - Superintendencia de Pensiones, Junio 2016.

El fondo A tiene una mayor proporción de sus Instrumentos en Renta Variable, lo que va disminuyendo sucesivamente por fondo.

Cabe mencionar que si el afiliado no escoge un fondo por el cual invertir sus cotizaciones previsionales, la misma administradora será quién lo asignará respecto a uno de los 3 grupos etarios (por edad) que la ley contempla. En la siguiente tabla se aprecia la clasificación etaria de los afiliados, donde “X” corresponde a la asignación del fondo por parte de la administradora para el afiliado que no haya escogido un fondo.

**Tabla 4 - Asignación por Tramos de Edad y Sexo.**

| <b>Tipo de Fondo</b> | <b>Hombres y Mujeres menores o igual a 35 años.</b> | <b>Hombres entre los 36 y 55 años y Mujeres entre los 36 y 50 años.</b> | <b>Hombres mayores a 56 años, Mujeres mayores a 51 años y Pensionados.</b> |
|----------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| <b>A</b>             |                                                     |                                                                         |                                                                            |
| <b>B</b>             | <b>X</b>                                            |                                                                         |                                                                            |
| <b>C</b>             |                                                     | <b>X</b>                                                                |                                                                            |
| <b>D</b>             |                                                     |                                                                         | <b>X</b>                                                                   |
| <b>E</b>             |                                                     |                                                                         |                                                                            |

**Fuente - Superintendencia de Pensiones, Junio 2016.**

En conclusión, se puede mencionar que los afiliados más jóvenes se encuentran en el fondo B (riesgoso), ya que al tener una mayor proyección de vida laboral que una persona de mayor edad, pueden asumir un mayor riesgo cuyo fin es de incrementar las utilidades de sus fondos y así aumentar el valor de su capitalización, de igual modo, el afiliado puede elegir cada uno de éstos cinco Multifondos y distribuir su ahorro en un máximo de dos de ellos.

### **5.2.1. Fondo A (Muy Riesgoso).**

*“Tiene como objetivo de inversión obtener en un horizonte de tiempo razonablemente largo una rentabilidad mayor a la que podrían obtener en el resto de los fondos, considerando un mayor riesgo asociado”. (AFP Habitat)*

Es por esto que el fondo A se caracteriza por ser el más riesgoso, dado que su inversión se compone por una fuerte cantidad de dinero en Instrumentos de Renta Variable, tanto en Chile como en el extranjero.

### **5.2.2. Fondo B (Riesgoso).**

*“Tiene como objetivo invertir los ahorros con un porcentaje importante de renta variable, buscando obtener mayores rentabilidades, pero asumiendo también un mayor nivel de riesgo”. (AFP Habitat)*

El fondo B posee una estructura de inversiones fuerte en acciones respecto de la proporción invertida en instrumentos de Renta Fija, aunque en menor medida con respecto al fondo A. Se centra en una adecuada diversificación que permita minimizar el mayor riesgo que implica un componente importante de renta variable.

### **5.2.3. Fondo C (Intermedio).**

*“El objetivo de inversión de este fondo es la alternativa de continuidad, es decir, permite invertir los ahorros en una cartera cuya composición y relación rentabilidad esperada versus nivel de riesgo asociado, será similar a la observada por los fondos de pensiones antes de la creación de los Multifondos.” (AFP Habitat)*

Se trata de un fondo balanceado en términos de rentabilidad-riesgo por su composición de instrumentos de renta fija y variable. La diversificación de instrumentos de renta fija y variable es más cercana a la que históricamente han tenido los fondos de pensiones.

### **5.2.4. Fondo D (Conservador).**

*“Su objetivo es invertir los ahorros en un fondo de pensiones de mayor seguridad, que permita en menor medida, aprovechar las rentabilidades positivas que puedan entregar los instrumentos de renta variable”. (AFP Habitat)*

Principalmente invierte en instrumentos de renta fija nacional e internacional y sólo una pequeña proporción de renta variable. El objetivo de este fondo es obtener rentabilidades superiores a las que pueden obtener los instrumentos de renta fija.

#### **5.2.5. Fondo E (Muy Conservador).**

*“El objetivo de inversión de este fondo permite al afiliado invertir sus ahorros previsionales en los instrumentos financieros más seguros a nivel nacional e internacional, los que garantizan una inversión con rentabilidad más estable asumiendo un riesgo mínimo”.*  
(AFP Habitat)

La inversión corresponde mayoritariamente en instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo, con las mejores clasificaciones de riesgo, que si bien son seguros, las variaciones en las tasas de interés pueden llevar a algún grado de variabilidad en la rentabilidad de la cuota.

### **5.3. Instrumentos Financieros en los que las AFP se encuentran autorizadas a Invertir los Fondos de Pensiones.**

**El D.L. 3.500 en su artículo nº 45**, establece los instrumentos financieros donde las AFP pueden invertir los Fondos de Pensiones y sus objetivos únicos relacionados con la obtención de una rentabilidad y seguridad adecuada. El D.L. además menciona que todo objetivo que sea distinto al señalado anteriormente será considerado como una falta grave a las obligaciones de las AFP dado que el uso que se pretenda dar a las inversiones será contrario a los intereses de sus afiliados. A continuación se detallan los Instrumentos Financieros que la norma autoriza a las AFP a invertir los fondos de sus afiliados:

**Tabla 5 - Instrumentos Financieros de Inversión autorizados por el D.L. 3.500 de 1980.**

| <b>ART Nº 45<br/>LETRA</b> | <b>INSTRUMENTOS FINANCIEROS</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>A</b>                   | Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile; letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización; Bonos de Reconocimiento emitidos por el Instituto de Normalización Previsional u otras Instituciones de Previsión, y otros títulos emitidos o garantizados por el Estado de Chile; |

| ART N° 45<br>LETRA | INSTRUMENTOS FINANCIEROS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>B</b>           | Depósitos a plazo; bonos, y otros títulos representativos de captaciones, emitidos por instituciones financieras;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>C</b>           | Títulos garantizados por instituciones financieras;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>D</b>           | Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>E</b>           | Bonos de empresas públicas y privadas;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>F</b>           | Bonos de empresas públicas y privadas canjeables por acciones, a que se refiere el artículo 121 de la Ley N° 18.045;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>G</b>           | Acciones de sociedades anónimas abiertas;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>H</b>           | Cuotas de fondos de inversión a que se refiere la ley N° 18.815 y cuotas de fondos mutuos regidos por el decreto ley N° 1.328, de 1976;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>I</b>           | Efectos de comercio emitidos por empresas públicas y privadas;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>J</b>           | Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias extranjeras o internacionales; acciones y bonos emitidos por empresas extranjeras y cuotas de participación emitidas por Fondos Mutuos y Fondos de Inversión extranjeros, y que cumplan a lo menos con las características que señale el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones a que se refiere el inciso vigésimo cuarto. |

| ART N° 45<br>LETRA | INSTRUMENTOS FINANCIEROS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| J                  | A su vez, para efectos de la inversión extranjera, las Administradoras, con los recursos de los Fondos de Pensiones, podrán invertir en títulos representativos de índices de instrumentos financieros, depósitos de corto plazo y en valores extranjeros del título XXIV de la ley N° 18.045 que se transen en un mercado secundario formal nacional; y celebrar contratos de préstamos de activos. Asimismo, para los efectos antes señalados, podrán invertir en otros valores e instrumentos financieros, realizar operaciones y celebrar contratos de carácter financiero, que autorice la Superintendencia, previo informe del Banco Central de Chile, y bajo las condiciones que establezca el Régimen de Inversión; |
| K                  | Otros instrumentos, operaciones y contratos, que autorice la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| L                  | Operaciones con instrumentos derivados que cumplan con las características señaladas en el inciso duodécimo de este artículo y en el Régimen de Inversión;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| M                  | Operaciones o contratos que tengan como objeto el préstamo o mutuo de instrumentos financieros de emisores nacionales, pertenecientes al Fondo de Pensiones, y que cumplan con las características señaladas mediante norma de carácter general, que dictará la Superintendencia.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

Fuente – Elaboración Propia en Base a Documentación Recopilada del D.L. 3.500 de 1980.

#### 5.4. Límites de Inversión.

En cuanto a las limitantes de inversiones, el D.L. 3500 establece los límites máximos y mínimos para que las AFP destinen sus recursos, existen varios tipos de límites que son fijados por la normativa o por el régimen de inversión general, el cual se basa en la

normativa o bien al régimen de inversión instaurado por la AFP conforme a sus políticas de inversión sujetas a las restricciones del artículo 45 del D.L. 3.500.

**Tabla 6 - Objetivos de los Límites de Inversión.**

| <b>Límite</b>                                          | <b>Objetivo</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Instrumento.</b>                                    | Lograr una adecuada diversificación por instrumentos de las carteras de los Fondos de Pensiones, acotando las combinaciones de retorno y riesgo que éstos pueden alcanzar.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Emisor.</b>                                         | <p>El límite establecido como un porcentaje del valor del Fondo permite acotar la concentración de las inversiones de los Fondos de Pensiones en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad. En cuanto al límite establecido como un porcentaje de los activos o del patrimonio del emisor, se trata de evitar que el Fondo de Pensiones adquiera un peso significativo en las decisiones del emisor. Por ejemplo, en el caso de una sociedad anónima se trata de impedir que un Fondo de Pensiones se transforme en controlador de la sociedad.</p> <p>Además existen distintos límites por emisor dependiendo del sector económico que se trate, distinguiéndose el sector financiero (bancos y empresas de leasing), el sector externo, los fondos de inversión y fondos mutuos, el Estado y las empresas. A su vez, dentro de cada uno de estos sectores existen límites distintos según el tipo de instrumento que se trate.</p> |
| <b>Para Emisores relacionados a la Administradora.</b> | Los recursos de los Fondos de Pensiones no pueden ser invertidos directa o indirectamente en títulos emitidos o garantizados por la Administradora del Fondo respectivo, ni tampoco en instrumentos que sean emitidos o garantizados por personas relacionadas a esa Administradora.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

**Fuente - Elaboración Propia a partir de Documentación de la Superintendencia de Pensiones, Julio 2016.**

## **PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

En la actualidad tanto Chile como el mundo se vive un periodo de receso económico, ocasionado principalmente por la baja de la rentabilidad en los instrumentos financieros en todas las bolsas de valores alrededor del globo, a causa de variadas razones tanto políticas como mercantiles. En Chile la baja del valor en el cobre fue factor determinante para que el crecimiento de su economía disminuyera en razón de dos veces contrastado con los últimos 10 años

En Chile existe un gran desconocimiento respecto a los instrumentos financieros invertidos por las AFP. Según los últimos balances entregados por la Superintendencia de Pensiones, el total de dinero invertido por estas entidades tanto en Chile como en el mundo es alrededor de US\$ 170.000 millones de dólares que transformados a moneda local por el dólar observado al 30 de Diciembre de 2015 serían unos \$120.247.800.000.000.- billones de pesos chilenos. Si bien es cierto, hoy en día las personas son informadas por las AFP respecto a la rentabilidad que obtuvieron sus fondos, dichas entidades no informan en qué instrumentos financieros son invertidos estos recursos. La preocupación aumenta considerando el difícil momento económico que presenta el país.

Es por eso, que la presente tesis, está enfocada a realizar un análisis de los Instrumentos Financieros más utilizados por los Fondos de Pensiones de las AFP, periodos 2014 y 2015 que permitirá descubrir en qué instrumentos se realizan la mayor parte de las inversiones, cuáles son los criterios que afectaron en la decisión de estos instrumentos financieros, cómo se comportaron los instrumentos financieros respecto a su rentabilidad y finalmente comprobar si las inversiones realizadas por estas entidades se elaboraron de la forma más eficiente.

## **OBJETIVOS GENERAL Y ESPECÍFICOS DE LA INVESTIGACIÓN**

### **Objetivo General**

- ✓ Analizar los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP en los periodos 2014 y 2015.

### **Objetivos Específicos**

- ✓ Identificar los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP en los años 2014 y 2015 a través de la recopilación, revisión y análisis de documentos;
- ✓ Describir el comportamiento de la rentabilidad que obtuvieron los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP en los años 2014 y 2015 a través del análisis estadístico obtenido a partir de la información pública que entrega la Superintendencia de Pensiones.
- ✓ Establecer los criterios que influyeron en la elección de un Instrumento Financiero a través de un análisis comparativo de las políticas de inversión de las AFP.

## METODOLOGÍA

La presente investigación tiene un enfoque mixto (cuantitativo-cualitativo) y alcance descriptivo, el cual se desarrollará en las siguientes etapas:

### **Etapas 1: Recopilación de Antecedentes:**

- Revisión del D.L. 3.500, el cual regula a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP);
- Revisión de Portales cuya relación son materias Económicas;
- Revisión de la ley nº 19.795 que modifica al D.L. 3.500 en materias de inversión de los Fondos de Pensiones.
- Revisión de página web de la Superintendencia de Pensiones (SP);
- Revisión de Tesis relacionadas con los Instrumentos Financieros de la Universidad de Chile, y;
- Revisión de páginas corporativas de las Administradoras de Fondos de pensiones.

### **Etapas 2: Sistematización de la Información Recopilada:**

Ordenamiento de la información recopilada a través de resúmenes, tablas, esquemas, cuadros comparativos y gráficos comenzando con los antecedentes generales relacionados con las publicaciones de portales de información económica oficial, Inversiones de las AFP, el Sistema de Multifondos.

### **Etapas 3: Revisión de Documentación en relación al Primer Objetivo:**

Se realizará una revisión en las secciones de información general de la página web de la Superintendencia de Pensiones, donde se extraerá la documentación relacionada de los Instrumentos Financieros utilizados por las Administradoras de Fondos de Pensiones en los años 2014 y 2015.

Una vez ya recopilada la información, se seleccionarán los instrumentos más representativos, es decir, los instrumentos con la mayor cantidad de dinero invertido a través del principio de Pareto.

#### **Etapas 4: Revisión de Documentación en relación al Segundo Objetivo:**

Se realizará una revisión en las secciones de información general de las páginas web de la Superintendencia de Pensiones, donde se extraerá la información relacionada con el análisis estadístico de la rentabilidad obtenida por los Instrumentos Financieros más utilizados por las AFP en los años 2014 y 2015.

#### **Etapas 5: Elaboración de Cuadro Comparativo: Políticas de Inversión de las AFP**

- Se elaborará un cuadro comparativo con la intención de comparar los factores que influyen en las decisiones para invertir en Instrumentos Financieros por parte de las AFP;
- Se aplicará a la información recopilada en relación a las políticas de inversión de las AFP.

#### **Etapas 6: Análisis y Discusión de la Información Recopilada**

- Analizar la información recopilada en relación al primer y segundo objetivo de la investigación.
- Analizar el cuadro comparativo aplicado a las políticas de inversión en Instrumentos Financieros de las AFP.
- Contrastar la información recopilada y analizada a través de gráficos estadísticos con los resultados del cuadro comparativo aplicado a las políticas de inversión de las AFP.
- Concluir si las políticas de inversión tomadas por las AFP fueron las más adecuadas para disminuir los riesgos de pérdidas, considerando el contexto económico del periodo en estudio, y;
- Redacción del informe final de tesis, de acuerdo al Reglamento de Titulación de la Escuela de Auditoría de la Universidad de Valparaíso.

## ANÁLISIS DE RESULTADOS

La economía mundial hoy en día está en un periodo de desaceleración, situación que es motivo de preocupación para los inversionistas en Chile y en el mundo. Cada trabajador en Chile es también un inversionista, pues una parte de su remuneración imponible forma parte de su cotización en alguna de las entidades relacionadas con el estudio cuyo fin es que dicho aporte monetario sea distribuido en el fondo o los fondos de pensión en el que el afiliado se encuentre cotizando. Este dinero (cotizado por una persona natural) es invertido por las AFP en las Bolsas de Valores de Chile, en las Bolsas de Valores en el Extranjero, o bien en diversos Instrumentos tranzados fuera de las Bolsas de Valores con el objetivo de obtener un mayor valor o rentabilidad de la inversión, y en consecuencia lograr que el cotizante logre jubilarse con una mayor capitalización en sus fondos.

El análisis efectuado en esta investigación, se realizó bajo una mirada de mercado de las AFP, ya que en general, las entidades relacionadas con la investigación, al momento de invertir lo hacen en Instrumentos similares dado principalmente por las características de la economía y el mercado, generando a su vez un fenómeno el cual se le conoce como el efecto “manada”, y es por dicha razón que resulta representativo efectuar un análisis como el mencionado anteriormente.

A partir de la información entregada por la Base de Cartera de Inversión de los Fondos de Pensiones (**Anexo 1**) se puede apreciar la cantidad de Instrumentos Financieros que la normativa autoriza para su utilización. Un aspecto importante a considerar en este punto es la codificación del nombre de cada Instrumento Financiero que según el D.L. 3.500 se puede invertir, esta codificación si bien en el D.L. 3.500 no aparece, en la superintendencia de pensiones sí, dado que la ley tiende a mencionar más bien la naturaleza de los instrumentos de manera más genérica.

Para llevar a cabo el primer objetivo, se recopiló información sobre los informes de inversión de la página web de la Superintendencia de Pensiones. Dicha documentación muestra en detalle los Instrumentos Financieros utilizados por las AFP.

A partir de la información anteriormente señalada se confeccionaron dos tablas, agrupando en la primera de ella los Instrumentos Financieros utilizados por las AFP en el periodo 2014 (**Anexo 2**), y en una segunda tabla los Instrumentos Financieros del periodo 2015 (**Anexo 3**) siendo sus montos clasificados al tipo de fondo correspondiente.

Finalmente, en relación al tercer objetivo, se obtuvo de las páginas institucionales de cada AFP las políticas de inversión que consideran para poder tomar una decisión sensata en cuanto hablamos de qué postura adoptar ante la difícil misión de entregar en disposición el dinero de los cotizantes al mercado. Por lo anterior, se desarrollará como primer objetivo específico:

**1. Identificar los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP dentro de los periodos 2014 y 2015.**

Una vez confeccionadas las dos tablas mencionadas en los antecedentes generales, se ordenaron de mayor a menor las cantidades invertidas a Diciembre de cada año, con esto, se descubrió que en el año 2015, tan sólo 10 Instrumentos Financieros de un total de 46 representan un 21,74% del total de instrumentos, y a su vez representan el 90,35% de la inversión total. En el caso del año 2014 ocurre lo mismo con los 10 Instrumentos Financieros, no obstante, el porcentaje que representa dicha inversión es ligeramente mayor, representando el 91,5%.

Según el principio de “**Pareto**” también llamado “**regla del 80 – 20**” Si el 20% de un grupo (muestra) representa el 80% o más del total, este 20% es representativo respecto al grupo (muestra) seleccionado.

Considerando este último principio, los 10 instrumentos financieros de las AFP seleccionados son representativos respecto al grupo total de instrumentos, pues representa más que el 80%.

A continuación se muestran los 10 Instrumentos Financieros de las AFP:

**Tabla 7 – Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP al 31 de Diciembre, año 2014.**

| <b>Código</b> | <b>Instrumento Financiero</b>                                                                                                                                     | <b>Renta</b> | <b>Total MM\$</b> | <b>%</b> |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------------|----------|
| <b>CMEV</b>   | Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros cuyas carteras están conformadas total o parcialmente por instrumentos representativos de capital. | Variable     | 19.704.950,40     | 21,43    |

| <b>Código</b> | <b>Instrumento Financiero</b>                                                                                                                        | <b>Renta</b> | <b>Total MM\$</b> | <b>%</b> |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------------|----------|
| <b>CMED</b>   | Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital. | Variable     | 12.171.553,59     | 13,24    |
| <b>BTU</b>    | Bonos de la Tesorería General de la República en UF                                                                                                  | Fija         | 11.464.122,90     | 12,47    |
| <b>ETFA</b>   | Títulos representativos de índices accionarios extranjeros                                                                                           | Variable     | 9.748.765,47      | 10,6     |
| <b>ACC</b>    | Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas Nacionales                                                                                                  | Variable     | 8.456.538,45      | 9,2      |
| <b>BEF</b>    | Bonos Bancarios emitidos por Instituciones Financieras                                                                                               | Fija         | 7.747.149,62      | 8,43     |
| <b>DEB</b>    | Bonos de Empresas Públicas y Privadas                                                                                                                | Fija         | 7.249.820,56      | 7,89     |
| <b>DPF</b>    | Depósitos a plazo y pagarés emitidos por Instituciones Financieras                                                                                   | Fija         | 6.655.542,86      | 7,24     |
| <b>BCU</b>    | Bonos del banco Central de Chile expresados en UF                                                                                                    | Fija         | 5.772.040,82      | 6,28     |
| <b>BTP</b>    | Bonos de la Tesorería General de la República, en pesos                                                                                              | Fija         | 2.969.276,14      | 3,23     |

**Fuente – Elaboración propia a partir de la Base de carteras de inversión de los Fondos de Pensiones, Diciembre 2014.**

En el caso del año 2014, las Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas concentraban un mayor importe en la inversión respecto al 2015, esto fue impulsado por un ambiente económico levemente más favorable en aquel periodo, sin embargo, en estos instrumentos se invirtió tan solo \$91.939.760,81 MM de pesos.

Para el caso del periodo 2015, los instrumentos financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido son:

**Tabla 8 – Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP al 31 de Diciembre, año 2015.**

| <b>Código</b> | <b>Instrumento Financiero</b>                                                                                                                                     | <b>Renta</b> | <b>Total MM\$</b> | <b>%</b> |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------------|----------|
| <b>CMEV</b>   | Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros cuyas carteras están conformadas total o parcialmente por instrumentos representativos de capital. | Variable     | 22.037.871,52     | 22,29    |
| <b>BTU</b>    | Bonos de la Tesorería General de la República en UF                                                                                                               | Fija         | 13.801.160,63     | 13,96    |
| <b>CMED</b>   | Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital.              | Variable     | 11.884.913,34     | 12,02    |
| <b>ETFA</b>   | Títulos representativos de índices accionarios extranjeros                                                                                                        | Variable     | 9.885.563,03      | 10       |
| <b>BEF</b>    | Bonos Bancarios emitidos por Instituciones Financieras                                                                                                            | Fija         | 8.649.737,02      | 8,75     |
| <b>ACC</b>    | Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas Nacionales                                                                                                               | Variable     | 8.006.220,61      | 8,1      |
| <b>DPF</b>    | Depósitos a plazo y pagarés emitidos por Instituciones Financieras                                                                                                | Fija         | 7.749.920,44      | 7,84     |

| Código     | Instrumento Financiero                                  | Renta | Total MM\$   | %    |
|------------|---------------------------------------------------------|-------|--------------|------|
| <b>DEB</b> | Bonos de Empresas Públicas y Privadas                   | Fija  | 7.014.745,61 | 7,09 |
| <b>BCU</b> | Bonos del banco Central de Chile expresados en UF       | Fija  | 4.926.353,66 | 4,98 |
| <b>BTP</b> | Bonos de la Tesorería General de la República, en pesos | Fija  | 4.920.877,35 | 4,98 |

**Fuente – Elaboración propia a partir de la Base de carteras de inversión de los Fondos de Pensiones, Diciembre 2015.**

A raíz de la tabla anterior, se deja en evidencia que las Cuotas de Participación de Fondos Mutuos Extranjeros concentraron una cantidad mucho mayor que los otros instrumentos de lista, los cuales prácticamente duplican al monto invertido de su sucesor en la lista, los Bonos de la Tesorería General de la República expresados en UF, en cuanto a los Índices Accionarios Extranjeros, estuvieron bordeando los \$10.000.000 MM de Pesos, por otro lado, los Bonos de la Tesorería General de la República expresados en pesos fueron los menos cuantiosos en relación al resto de instrumentos.

El aumento de la inversión ocurrido durante el 2015 en relación al 2014 fue de un 7,55% equivalente a un monto de \$98.877.363,21 MM de pesos reflejado, si bien no se relaciona al parecer con el escenario económico de dicho periodo, el aumento en las inversiones del 2015 se justifica plenamente en que casi la totalidad de él fue invertido en instrumentos renta fija, las cuales minimizan el riesgo de manera significativa en relación a los instrumentos de renta variable que se invierten en el mercado.

El segundo paso para realizar el análisis establecido en este informe es:

- 2. Describir el comportamiento de la rentabilidad que obtuvieron los Instrumentos Financieros que concentraron la mayor cantidad de dinero invertido por las AFP en los años 2014 y 2015 a través del análisis estadístico obtenido a partir de la información pública que entrega la Superintendencia de Pensiones.**

Una vez establecidos los Instrumentos Financieros (a partir del principio de Pareto) más representativos de los Fondos de Pensiones de las AFP en el objetivo anterior, se realizó

un ordenamiento de la información a partir de la recopilación de ésta, con el fin de elaborar los instrumentos de análisis para medir y comparar de manera gráfica y uniforme el comportamiento de la rentabilidad de éstos instrumentos y así describir dicho comportamiento a través de diversos gráficos.

La Información de la rentabilidad de los Instrumentos Financieros es entregada en forma trimestral por la Superintendencia de Pensiones, por lo tanto la información será presentada de dicha manera, los análisis efectuados en esta parte de la investigación abarcan las siguientes temáticas:

1. Rentabilidad Promedio por Instrumento Financiero al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015
2. Rentabilidad por tipo de Fondo a nivel mercado al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
3. Rentabilidad trimestral por Instrumento a nivel mercado, años 2014 y 2015.
4. Rentabilidad del Fondo A por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
5. Rentabilidad del Fondo B por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
6. Rentabilidad del Fondo C por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
7. Rentabilidad del Fondo D por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
8. Rentabilidad del Fondo E por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

Por otra parte, y de manera adicional se realizará un análisis comparativo de las diversas rentabilidades promedios que cada AFP arrojó individualmente por tipo de fondo a Diciembre durante los periodos 2014 y 2015:

9. Rentabilidad Promedio por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
10. Rentabilidad Promedio de AFP Capital por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
11. Rentabilidad Promedio de AFP Cuprum por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
12. Rentabilidad Promedio de AFP Habitat por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.
13. Rentabilidad Promedio de AFP Modelo por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

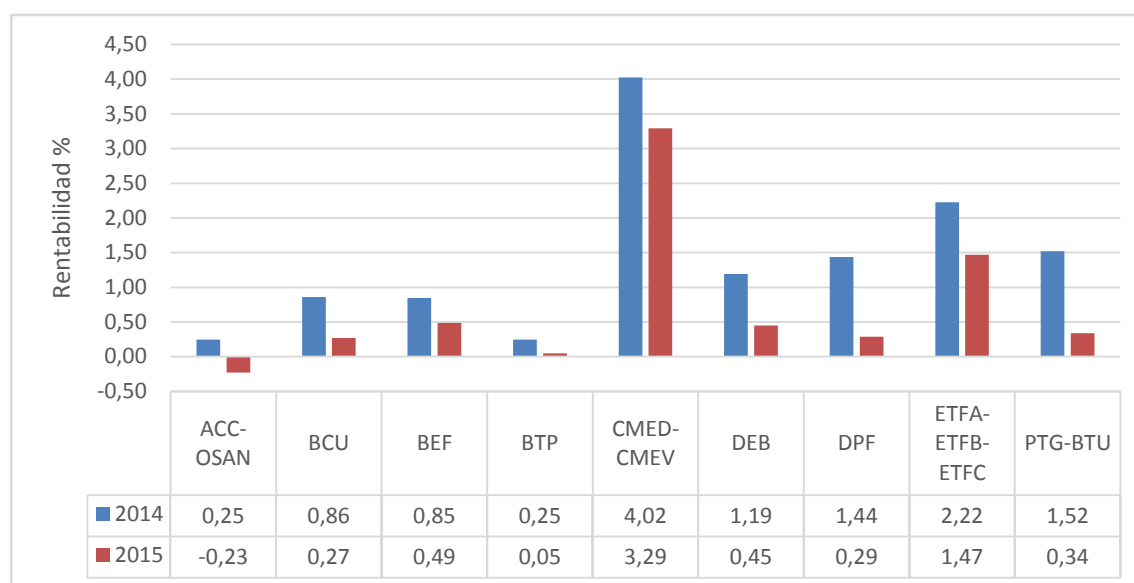
14. Rentabilidad Promedio de AFP Plan Vital por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

15. Rentabilidad Promedio de AFP Provida por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

En base a este mismo formato, a continuación, se presentan los siguientes gráficos, que tienen como finalidad mostrar la rentabilidad de los instrumentos financieros por tipo de fondo de pensión:

2.1. Rentabilidad Promedio por Instrumento Financiero al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 9 - Rentabilidad Promedio por Instrumento Financiero al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015**



**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

De acuerdo a lo visto anteriormente en el **gráfico 9**, se puede evidenciar que los instrumentos financieros más representativos del sistema de AFP tuvieron durante el periodo 2015 una fuerte baja con lo que respecta a la rentabilidad promedio que arrojaron en relación al final del periodo anterior, esta baja abrupta es bastante consecuente y entendible, debido al lento crecimiento que ha sostenido la economía a nivel local y global, afectando de manera negativa a todos los mercados, principalmente a los que Chile mantiene una alta dependencia (Estados Unidos, China, Unión Europea).

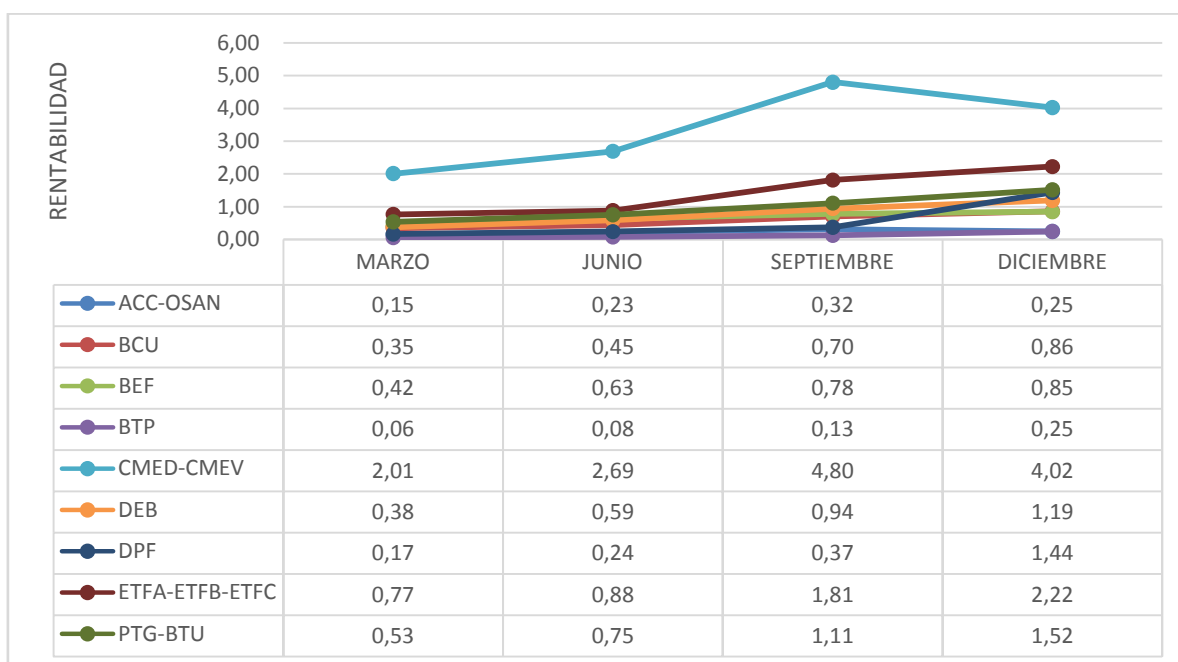
Considerando lo observado, se desprende que las Acciones de Sociedades Anónimas y las Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales (ACC – OSAN), han sostenido una baja a valores de rentabilidad negativos durante el 2015, es decir, hubieron pérdidas en la inversión en comparación al periodo anterior, cuya variación experimentada en dicho periodo fue de un alarmante -192%.

En el caso de los otros instrumentos, durante el año 2015 reflejaron rentabilidades menores en comparación al 2014, sin embargo, estas a diferencia de las Acciones (instrumentos con alta volatilidad) arrojaron cifras positivas, destacando principalmente las Cuotas de participación emitidas por fondos mutuos extranjeros (CMED – CMEV), que pese de haber tenido una baja del -18,16% durante el 2015, mantuvo un rentabilidad relativamente estable del 3,29%. Los otros instrumentos registraron las siguientes bajas en sus rentabilidades en comparación del ejercicio anterior, los cuales son:

- BCU: -68,6%
- BEF: -42,35
- BTP: -80%
- DEB: -62,18%
- DPF: -79,86%
- ETFA – ETFB – ETFC: -33,78%
- PTG – BTU: -77,63%

2.2. Rentabilidad trimestral por Instrumento a nivel mercado al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 10 - Rentabilidad trimestral por Instrumento a nivel mercado al 31 de Diciembre, año 2014.**

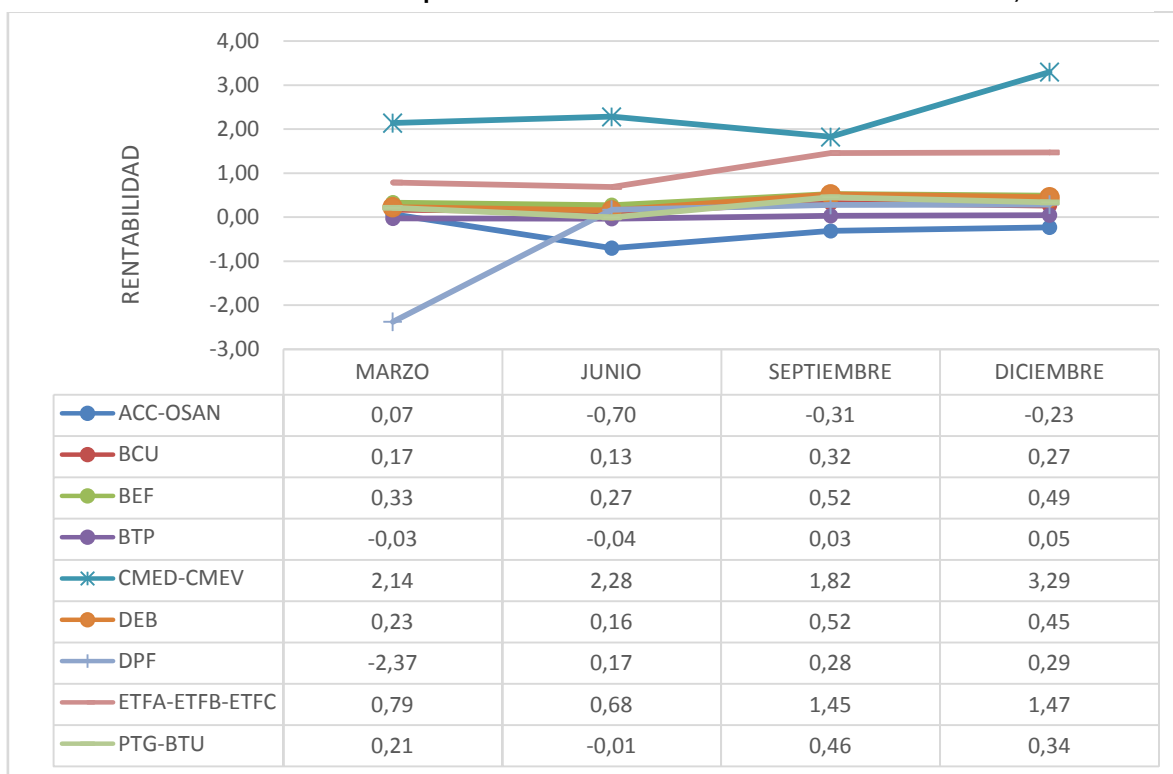


**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el anterior gráfico se puede apreciar que durante todos los trimestres los Instrumentos Financieros que mayor rentaron fueron los CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 2,01% a Marzo, 2,69% a Junio, 4,80% a Septiembre y un 4,02% a Diciembre de 2014, contrariamente el instrumento que arrojó la menor rentabilidad a Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre fueron los BTP (Bonos de la Tesorería General de la República, en Pesos Chilenos) con un 0,06%, 0,08%, 0,13% y un 0,25%, respectivamente.

Estas rentabilidades se justifican por el tipo de renta que tienen estos instrumentos, renta variable en caso de los CMED y CMEV, y renta fija en el caso de los Bonos de la Tesorería General de la República, éstos últimos, al ser instrumentos de renta fija arrojan una menor rentabilidad en la inversión, pero también un muy bajo riesgo.

**Gráfico 11 - Rentabilidad trimestral por Instrumento a nivel mercado al 31 de Diciembre, año 2015.**



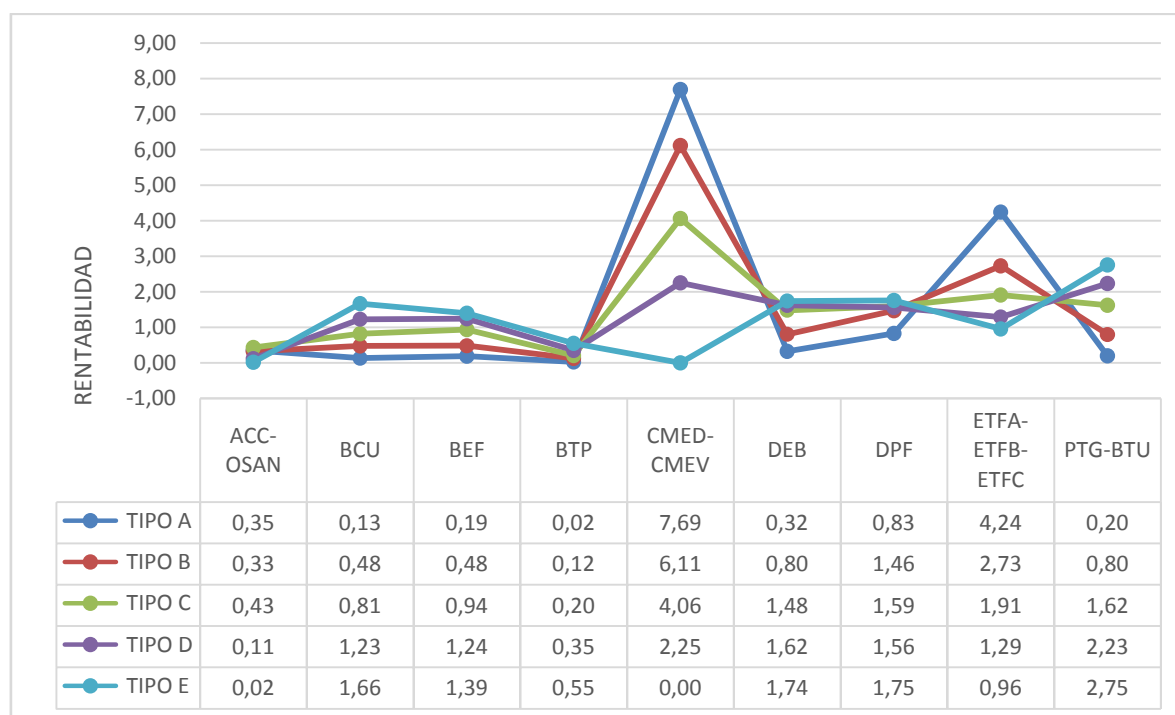
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Se puede apreciar que en Diciembre de 2015 fue donde se registró la mayor rentabilidad del año, donde los instrumentos CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) rentó un 3,29% y en Marzo del mismo año, se registró la mayor pérdida en el instrumento DPF (Depósitos a plazo y pagarés emitidos por Instituciones Financieras) con un -2,37%.

Se puede evidenciar que los instrumentos CMED y CMEV tuvieron una baja significativa en Septiembre y Diciembre del 2015 respecto al 2014, dado principalmente al desplome y acentuación de la crisis en los mercados financieros durante aquél periodo. En tanto los Depósitos a plazo y pagarés emitidos por Instituciones Financieras, se puede asociar a las modificaciones que sufrió la banca durante el primer trimestre del 2015.

### 2.3. Rentabilidad por tipo de Fondo a nivel mercado al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 12 - Rentabilidad por tipo de Fondo a nivel mercado al 31 de Diciembre, año 2014.**



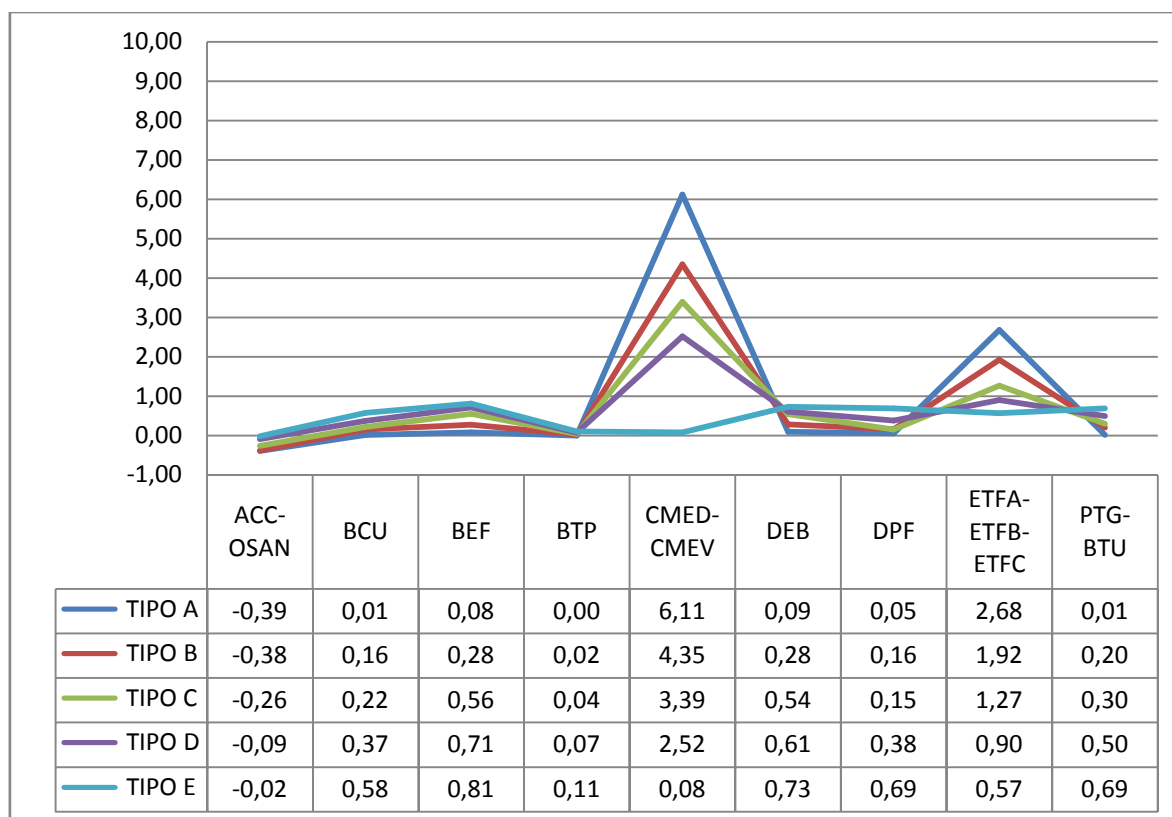
**Fuente – Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el anterior gráfico se puede apreciar que a Diciembre de 2014 los Instrumentos Financieros que mayor rentaron fueron los CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 7,69% dentro del fondo A (más riesgoso), por el contrario y de igual manera, también fue el Instrumento con la menor rentabilidad arrojando 0.0% en el Fondo E, cabe precisar que cuando se habla de rentabilidad del 0,0% no quiere decir que no hubo un aumento en el valor del fondo invertido, sino que el aumento fue tan insignificante en comparación al valor invertido por el mercado que se debería dar una gran cantidad de decimales para poder ponderarlo.

La alta rentabilidad del Fondo A se justifica principalmente a que al ser el Multifondo que mayor invierte en instrumentos de renta variable, es a su vez el más propenso a arrojar las mayores utilidades como así también las mayores pérdidas, esto se asocia directamente con la alta rentabilidad y riesgo propios de estos tipos de instrumentos.

Otro punto a considerar es la economía mundial, la cual no había presentado hasta el momento hitos muy significativos que afectara directa o indirectamente a las inversiones nacionales como extranjeras a pesar que ya se vivía una crisis, aún no se acentuaría como lo fue para el periodo 2015.

**Gráfico 13 - Rentabilidad por tipo de Fondo a nivel mercado al 31 de Diciembre, año 2015.**



**Fuente – Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

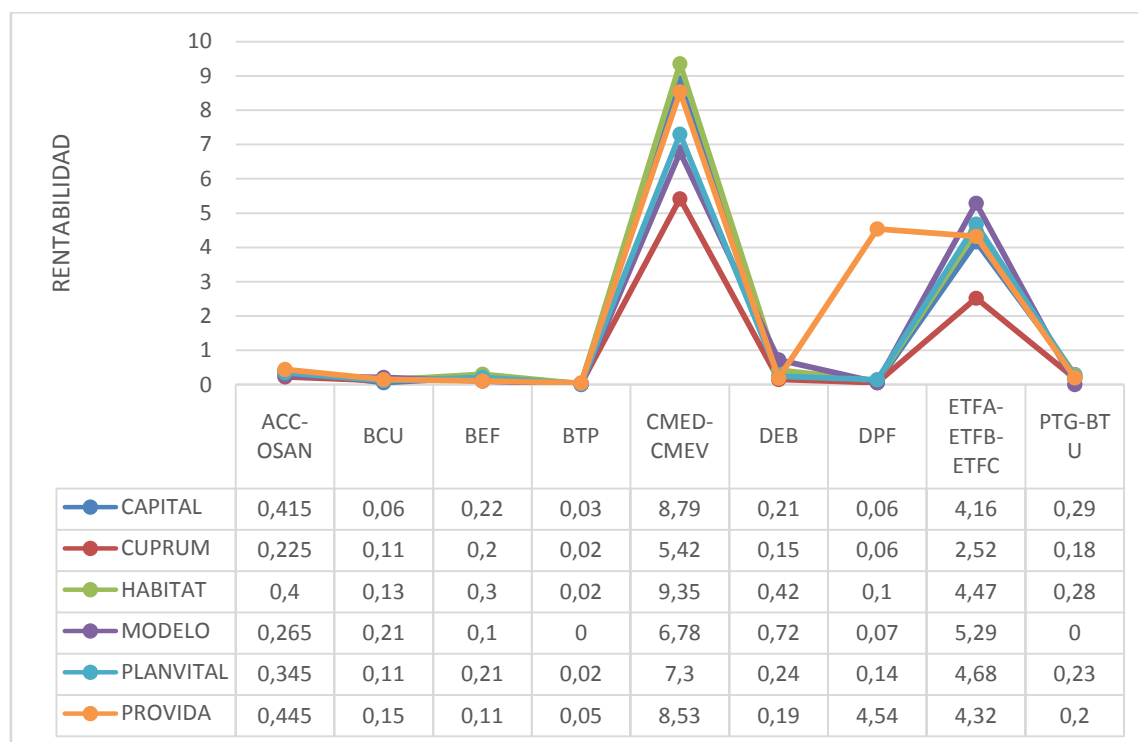
En el anterior grafico se puede apreciar que al igual que a Diciembre de 2014 los Instrumentos Financieros que mayor rentaron (pero en menor proporción) fueron los CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 6,12% dentro del fondo A (más riesgoso), por el contrario, el Instrumento que arrojó la mayor pérdida en la rentabilidad fueron las ACC y OSAN (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales) que rentaron con una baja de un -0,39% en el Fondo A.

Esta baja en la rentabilidad de las acciones se justifica principalmente con el quiebre que sufrió la economía a nivel mundial durante el 2015, donde los instrumentos de renta

variable en general arrojaron números desalentadores, ya sea porque arrojaron rentabilidades muy por debajo a las obtenidas en años anteriores, o bien por las pérdidas de las rentabilidades sufridas al momento de invertir.

#### 2.4. Rentabilidad del Fondo A por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 14 - Rentabilidad del Fondo A por AFP al 31 de Diciembre, año 2014.**



**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Se puede apreciar que en el Fondo A, el instrumento que obtuvo la mayor rentabilidad fue el CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 9,35% en la AFP Hábitat, el segundo instrumento que mayor rentó fue el ETFA – ETFB y ETFC (Títulos representativos de índices accionarios extranjeros, nacionales y de commodities) con un 5,29% en la AFP Modelo. Muy por el contrario, el instrumento con la menor rentabilidad fueron los BTP (Bonos de la Tesorería General de la República, en Pesos Chilenos) y los PTG – BTU (Bonos y pagarés de la Tesorería General de la República, en UF) cuyas rentabilidades fueron 0,0%, ambos instrumentos invertidos por la AFP Modelo.

**Gráfico 15 - Rentabilidad del Fondo A por AFP al 31 de Diciembre, año 2015.**



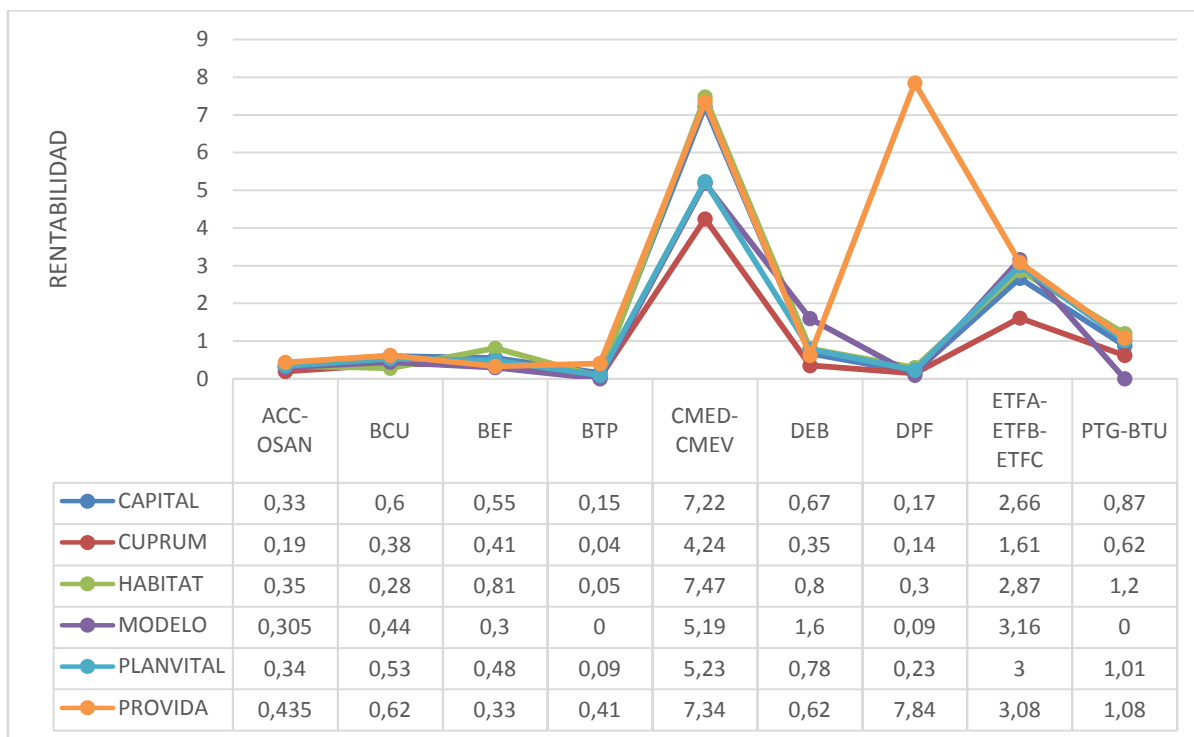
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el caso del año 2015, el instrumento invertido por el Fondo A que mayor rentó fue el CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 7,96% en la AFP Hábitat, el segundo instrumento con mayor rentabilidad fueron los ETFA – ETFB y ETFC (Títulos representativos de índices accionarios extranjeros, nacionales y commodities) con un 3,16% en la AFP Modelo. El instrumento con la mayor pérdida en la rentabilidad de la inversión fueron las ACC – OSAN (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales) con un -0,43% en las AFP Capital y Hábitat.

Si bien las rentabilidades por cada periodo guardan cierta similitud, se deja en evidencia que hubo una abrupta caída en el periodo 2015 en comparación al 2014, en donde principalmente se pueden apreciar a las Acciones, estos instrumentos de rentar de manera positiva en 2014, pasaron a rentar negativamente durante el periodo 2015.

## 2.5. Rentabilidad del Fondo B por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 16 - Rentabilidad del Fondo B por AFP al 31 de Diciembre, año 2014.**

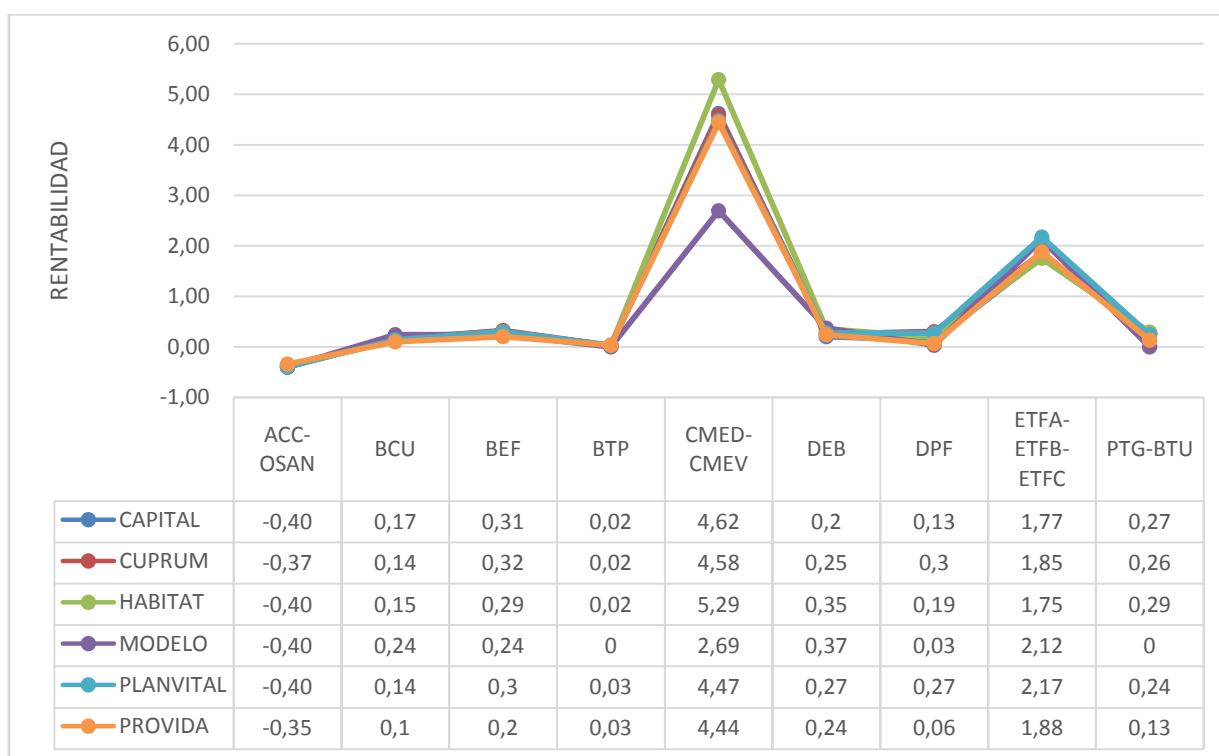


**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Como se puede observar, en el año 2014 el instrumento invertido por el Fondo B que mayor rentó fue el DPF (Depósitos a plazos emitidos por Instituciones Financieras) con un 7,84% por la AFP Provida, el segundo instrumento con mayor rentabilidad fueron los CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 7,47% invertido por la AFP Habitat.

Los instrumentos que presentaron la menor rentabilidad fueron los BTP (Bonos de la Tesorería General de la República, en Pesos Chilenos), y los PTG – BTU (Bonos y pagarés de la Tesorería Generales de la República, en UF) con una variación del 0,0% invertido por la AFP Modelo.

**Gráfico 17 - Rentabilidad del Fondo B por AFP al 31 de Diciembre, año 2015.**



**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

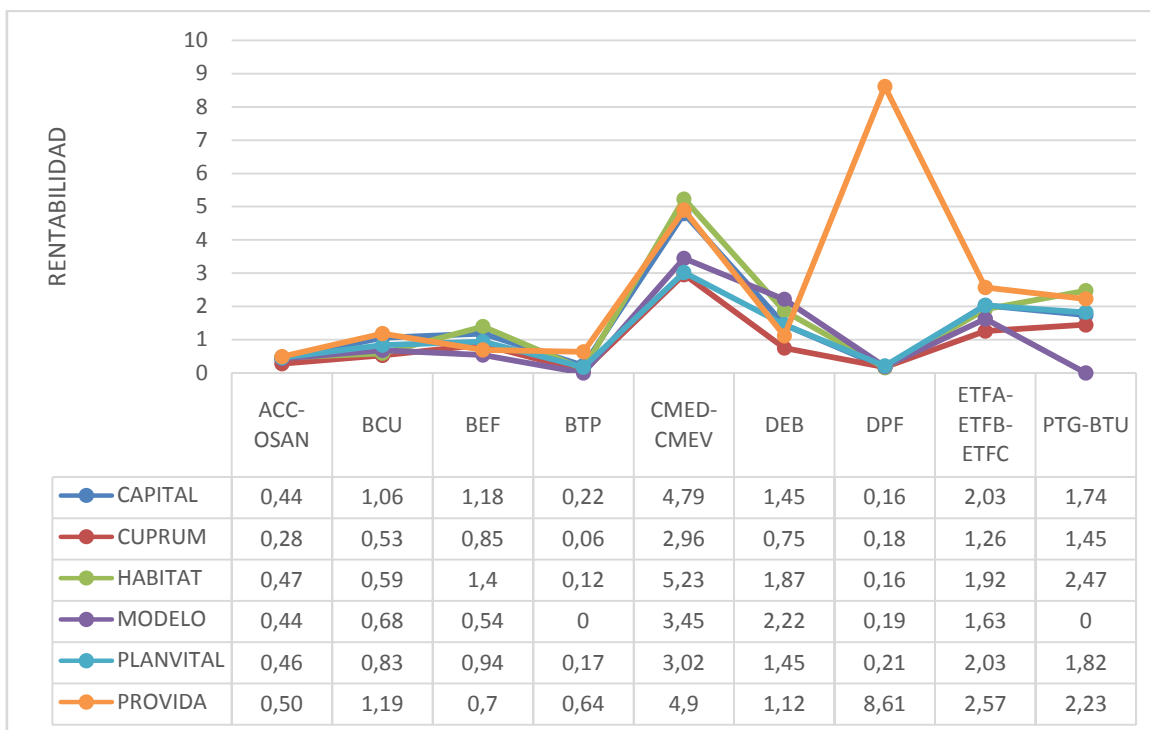
En caso del año 2015 el instrumento invertido por el Fondo B que mayor rentabilidad arrojó a Diciembre fue el CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 5,29% por la AFP Habitat, el segundo instrumento con mayor índice fueron ETFA – ETFB y ETFC (Títulos representativos de índices accionarios extranjeros, nacionales y commodities) con una rentabilidad del 2,17% por la AFP Planvital.

Los instrumentos que presentaron la mayor pérdida de la inversión fueron las ACC – OSAN (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales) con una rentabilidad del -0,4% por las AFP Capital, Habitat, Modelo y Planvital.

Al igual que en el fondo A, en el fondo B las acciones fueron los únicos instrumentos que rentaron de manera negativa durante el 2015.

## 2.6. Rentabilidad del Fondo C por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 18 - Rentabilidad del Fondo C por AFP al 31 de Diciembre, año 2014.**

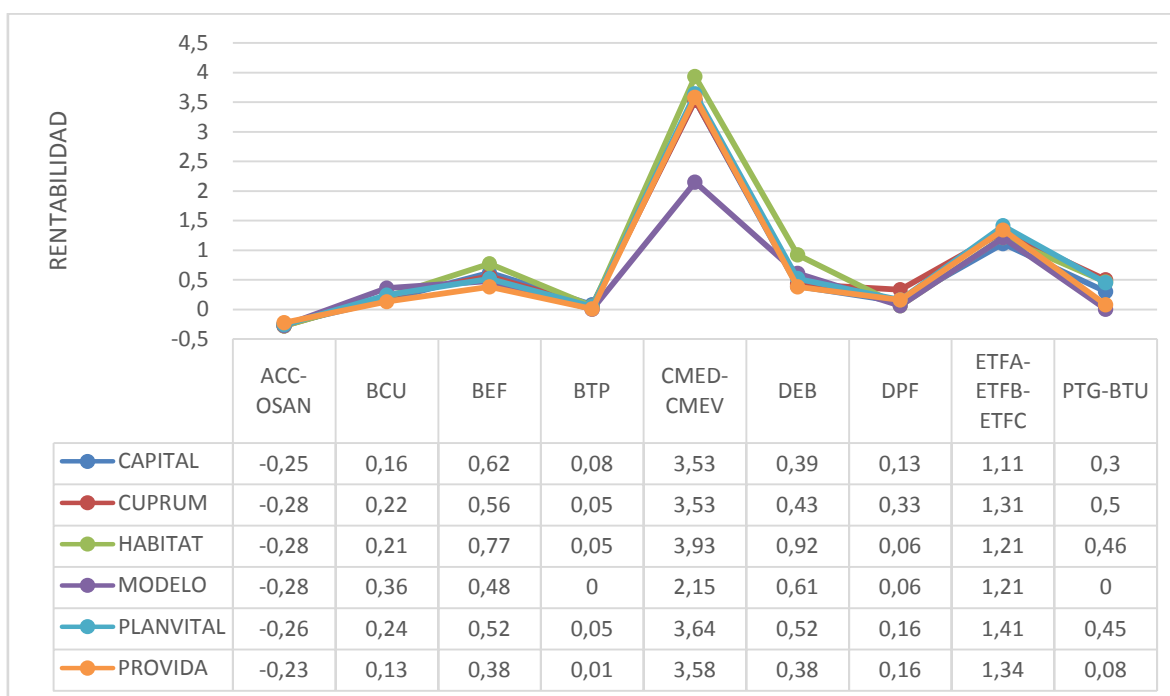


**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Durante el año 2014 en el Fondo C, rentó fuertemente los DPF (Depósitos a plazos emitidos por Instituciones Financieras) con un 8,61% por la AFP Provida, el segundo instrumento con mayor rentabilidad fueron los CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 5,23% invertido por la AFP Habitat.

Los instrumentos que presentaron la menor rentabilidad fueron los BTP (Bonos de la Tesorería General de la República, en Pesos Chilenos), y los PTG – BTU (Bonos y pagarés de la Tesorería Generales de la República, en UF) con una variación del 0% invertido por la AFP Modelo.

**Gráfico 19 - Rentabilidad del Fondo C por AFP al 31 de Diciembre, año 2015.**



**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

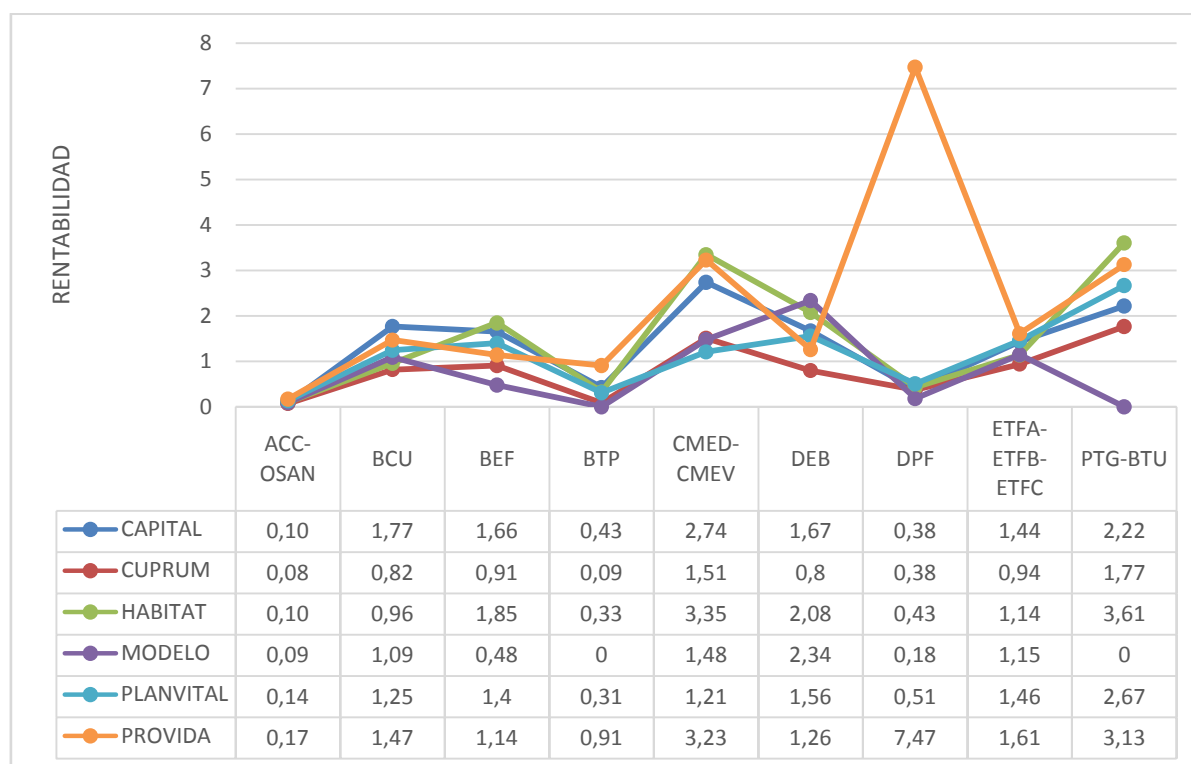
En caso del año 2015 el instrumento más rentable por el Fondo C fue el CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 3,93% por la AFP Habitat, el segundo instrumento con mayor índice fueron ETFA – ETFB y ETFC (Títulos representativos de índices accionarios extranjeros, nacionales y commodities) con una rentabilidad del 1,41% por la AFP Planvital.

Al igual que en el fondo B, en el fondo C las ACC – OSAN (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales) rentaron negativamente con un -0,28% la más baja por las AFP Cuprum, Habitat y Modelo.

Como se menciona anteriormente, existe una baja sustancial en la rentabilidad de las acciones de los fondos A, B y C.

## 2.7. Rentabilidad del Fondo D por AFP al 31 de Diciembre, año 2014 y 2015.

**Gráfico 20 - Rentabilidad del Fondo D por AFP al 31 de Diciembre, año 2014.**



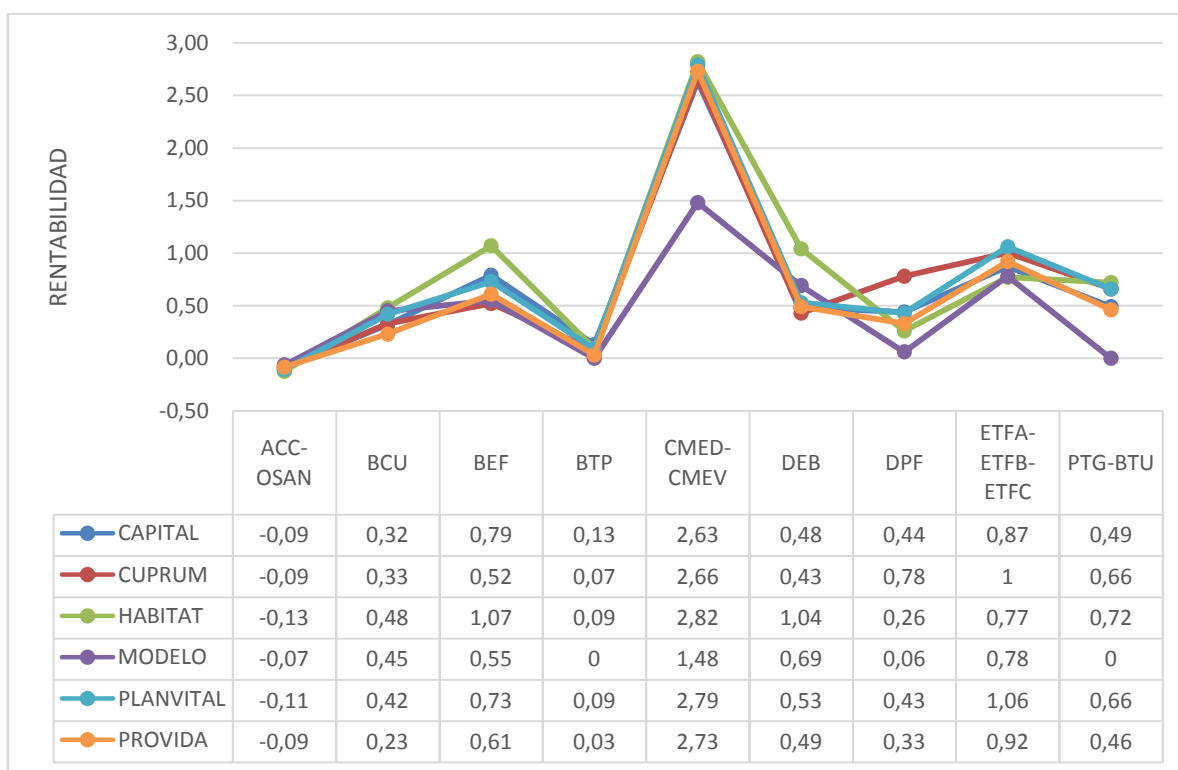
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el caso del fondo D, el instrumento que mayor rentabilidad arrojó fue el DPF (Depósitos a plazos emitidos por Instituciones Financieras) con un 7,47% por la AFP Provida, el segundo instrumento con mayor rentabilidad fueron los PTG – BTU (Bonos y pagarés de la Tesorería General de la República, en UF) con un incremento del 3,61% por la AFP Habitat.

Los instrumentos que presentaron la menor rentabilidad fueron los BTP (Bonos de la Tesorería General de la República, en Pesos Chilenos), y los PTG – BTU (Bonos y pagarés de la Tesorería Generales de la República, en UF) con una variación del 0,0% invertido por la AFP Modelo.

En este fondo se comienza a inclinar más por inversiones en instrumentos de renta fija, ya que minimizan el riesgo asociado al instrumento, existe un quiebre en los instrumentos más rentables en este fondo en comparación al A, B y C (mencionados anteriormente), ya que las rentabilidades mayores provienen precisamente de instrumentos de renta fija.

**Gráfico 21 - Rentabilidad del Fondo D por AFP al 31 de Diciembre, año 2015.**



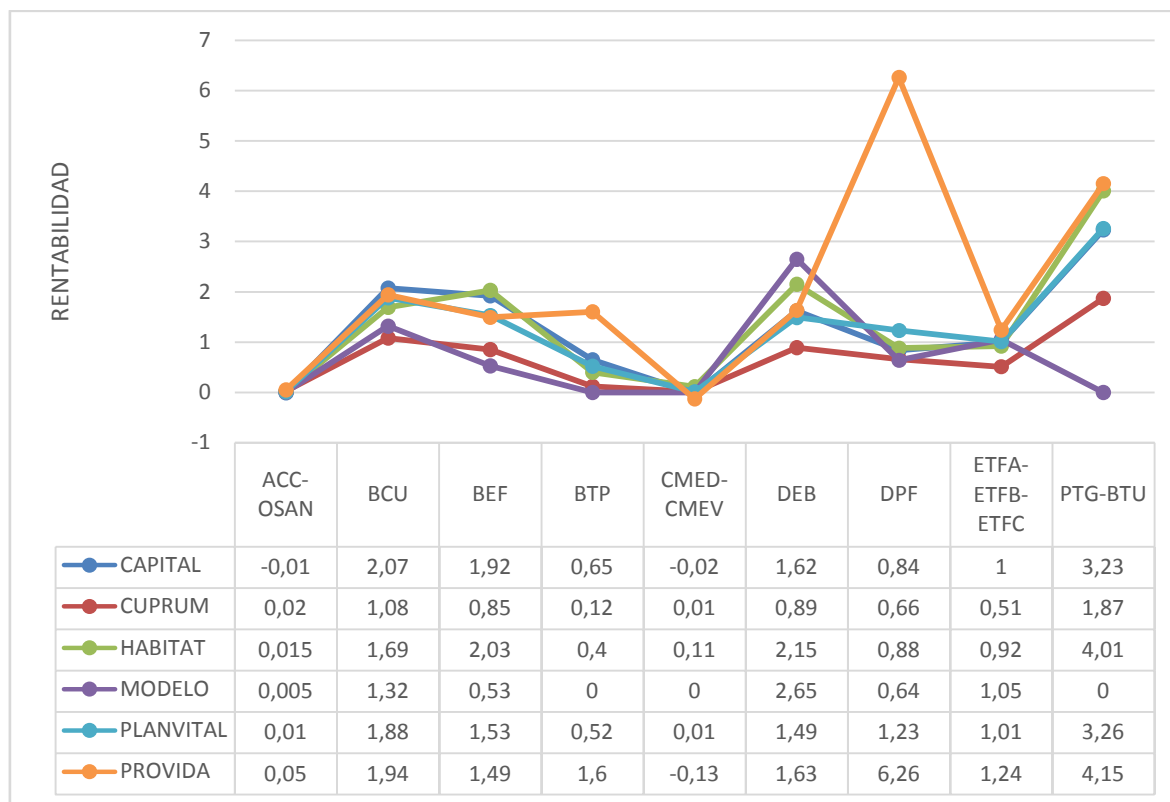
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Como se puede observar en el gráfico nº 16, el instrumento más rentable para el Fondo D fue el CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un 2,82%% por la AFP Habitat, el segundo instrumento con mayor rentabilidad a Diciembre del periodo fueron los BEF (Bonos Bancarios emitidos por entidades Financieras) con un 1,07% invertidos igualmente por la AFP Habitat.

En el caso de las ACC – OSAN (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales) rentaron negativamente con un -0,13% por la AFP Habitat. Si bien, a pesar de que en todas las AFP este instrumento rentó de manera negativa, existe una leve recuperación en consideración a los fondos vistos anteriormente, no obstante, también existe una fuerte disminución en instrumentos de este tipo, dado a los límites legales contenidos en el D.L. 3.500.

## 2.8. Rentabilidad del Fondo E por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 22 - Rentabilidad del Fondo E por AFP al 31 de Diciembre, año 2014.**

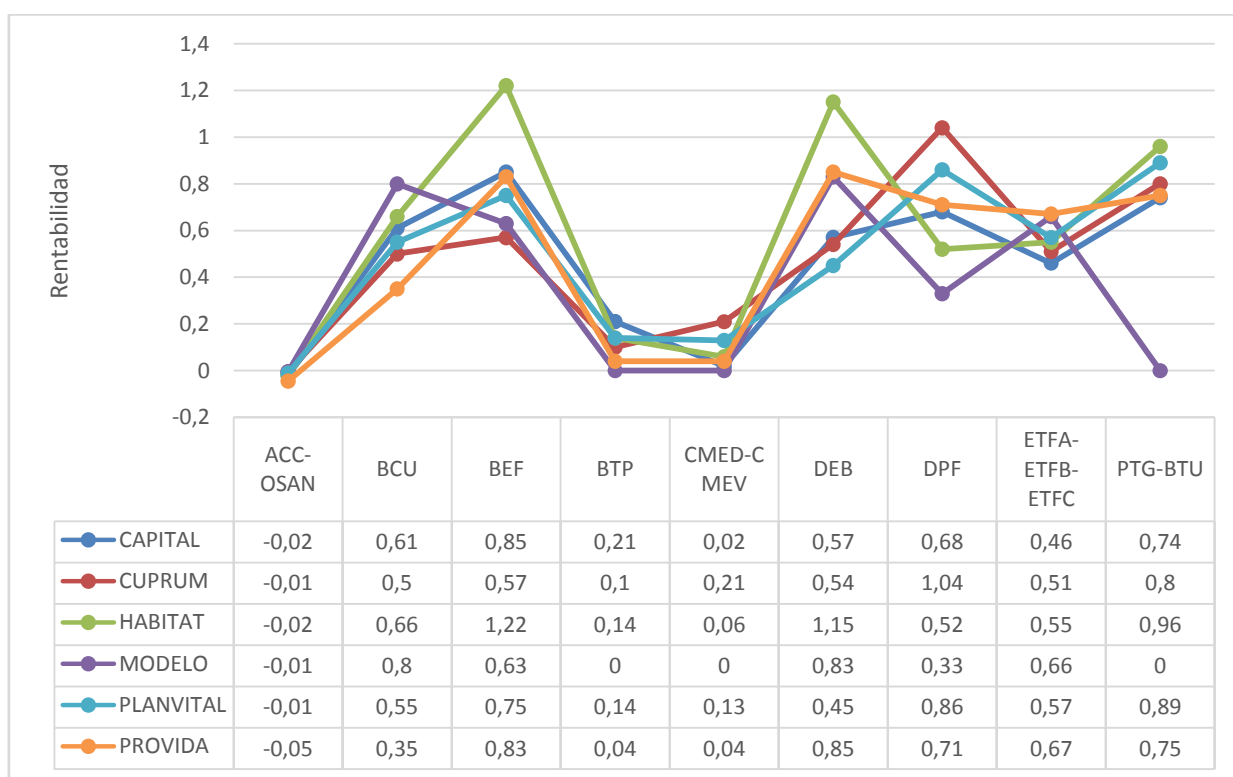


**Fuente—Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Siendo el fondo E el menos riesgoso, principalmente invierte en instrumentos de renta fija, a partir de las mejores clasificadoras de riesgo en el mercado. El instrumento que mayor rentabilidad arrojó en este fondo fue el DPF (Depósitos a plazos emitidos por Instituciones Financieras) con un 6,26 % por la AFP Provida, el segundo instrumento que mayor rentó en este fondo fueron los PTG – BTU (Bonos y pagarés de la Tesorería General de la República, en UF) con un incremento del 4,15% igualmente por la AFP Provida.

Los instrumentos que presentaron la menor rentabilidad fueron los CMED y CMEV (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros) con un -0,13%, llama la atención que este instrumento tan rentable en los otros fondos y a nivel de mercado haya arrojado números negativos aquí, esto se explica principalmente a la esencia del fondo, mayores y fuertes inversiones en instrumentos de renta fija, y no en renta variable. En este fondo se aprecia la inclinación por instrumentos de renta fija, donde los Bonos y Depósitos a plazo toman el protagonismo en las rentabilidades.

**Gráfico 23 - Rentabilidad del Fondo E por AFP al 31 de Diciembre, año 2015.**



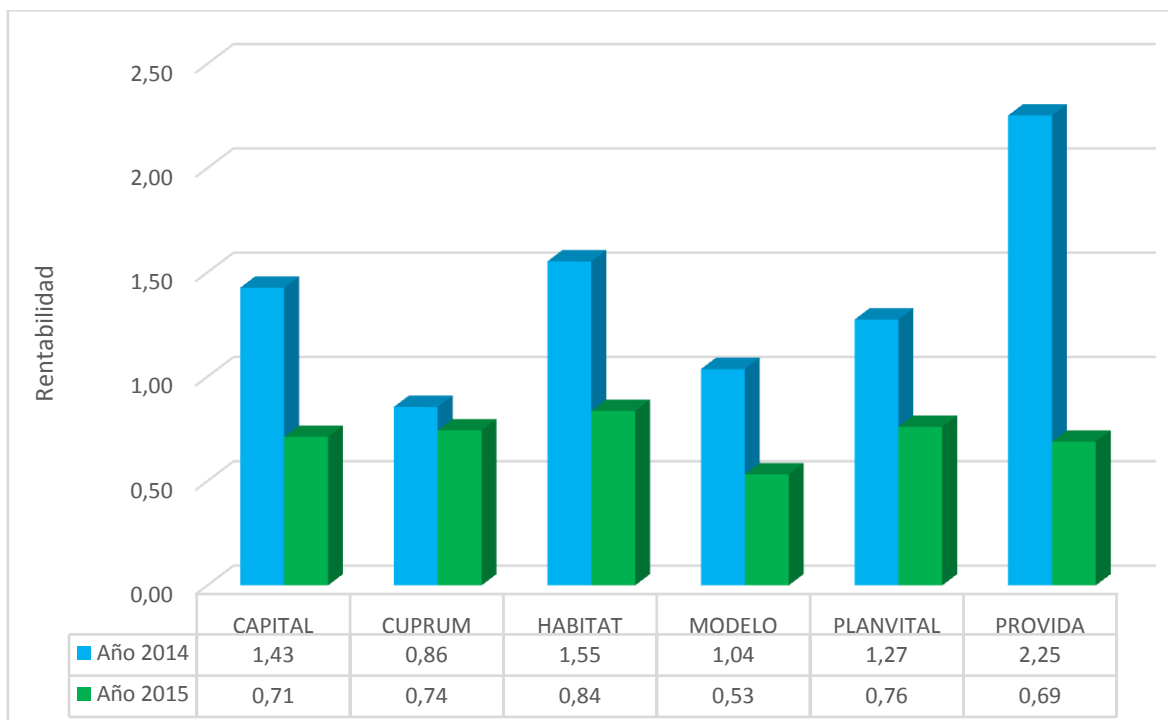
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En este gráfico sucede algo muy interesante, se puede apreciar que las rentabilidades de los instrumentos son más bien homogéneas y que el instrumento más rentable fueron los BEF (Bonos Bancarios emitidos por entidades Financieras) con un 1,22% por la AFP Habitat, el segundo instrumento más rentable del periodo fueron los DEB (Bonos de empresas Públicas y Privadas) con un 1,15% invertidos igualmente por la AFP Habitat.

Continuando con las ACC – OSAN (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales), éstas rentaron de forma negativa con un -0,05% por la AFP Provida. Considerando lo expuesto en el periodo 2015 del Fondo D, la rentabilidad de este instrumento nuevamente tendió al alza aproximándose a un valor neutro (0).

## 2.9. Rentabilidad Promedio por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 24 - Rentabilidad promedio por AFP al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.**



**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

A nivel de empresas, la rentabilidad promedio por AFP es bastante diversificada, existen varias diferencias sustanciales en el año 2014, las cuales son necesarios analizar con una mirada comparativa.

Entre las 6 AFP que operan actualmente en Chile, quien rentó con números mayores durante el periodo 2014 fue la AFP Provida con un 2,25%, cabe mencionar que ésta es la AFP que cuenta con la comisión más alta del mercado. La AFP con menor rentabilidad promedio fue AFP Cuprum con un 0,86%, esta AFP ofrece una comisión de nivel medio, es decir, se encuentra en el tercer lugar de las comisiones más bajas del mercado. La AFP que a diciembre de 2014 tenía la licitación del sistema de pensiones por ofrecer la comisión más baja del mercado era (y es) la AFP Planvital con una comisión del 0,47%, la rentabilidad promedio generada por esta empresa alcanzó un 1,27% muy por debajo de los 2,25% que la AFP Provida generó.

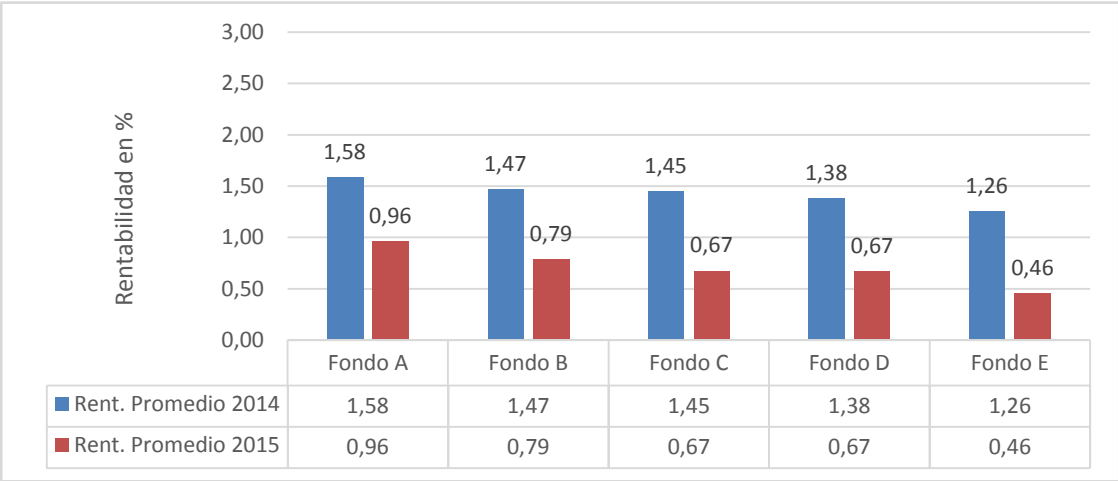
Las otras AFP como Capital, Habitat y Modelo, rentaron un 1,43%; 1,55% y un 1,04%, respectivamente.

Se puede visualizar que la AFP que obtuvo la mayor rentabilidad promedio en el año 2015 fue AFP Habitat con un 0,84% y la que obtuvo la menor rentabilidad fue la AFP Modelo con un 0,53%, en tanto con la AFP Planvital, la rentabilidad promedio alcanzó un 0.76% muy por debajo del 1,27% alcanzado en el periodo anterior. Las otras AFP, Capital, Cuprum y Provida rentaron un 0,71%, 0,74% y un 0.69%, respectivamente.

En comparación con el año 2014, todas las AFP cayeron significativamente en cuanto se habla de rentabilidad promedio, siendo el caso de Provida la caída más precipitada con una disminución de casi un -70%, por el contrario la AFP Cuprum fue quien registró la menor baja en la rentabilidad en comparación al ejercicio anterior con una disminución cercana al -14%, las otras AFP bordearon entre un -40% y -50% en comparación al periodo 2014. Esta baja en la rentabilidad promedio de las inversiones realizadas durante el 2015 se debe principalmente a la crisis que afecta a la economía mundial, el resguardo en inversiones de renta fija a causa de la desconfianza y la incertidumbre que gobierna a los instrumentos de renta variable y la poca rentabilidad y alto riesgo que estos instrumentos han arrojado en dicho periodo.

2.10. Rentabilidad Promedio de AFP Capital por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 25 - Rentabilidad promedio AFP Capital por tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.**



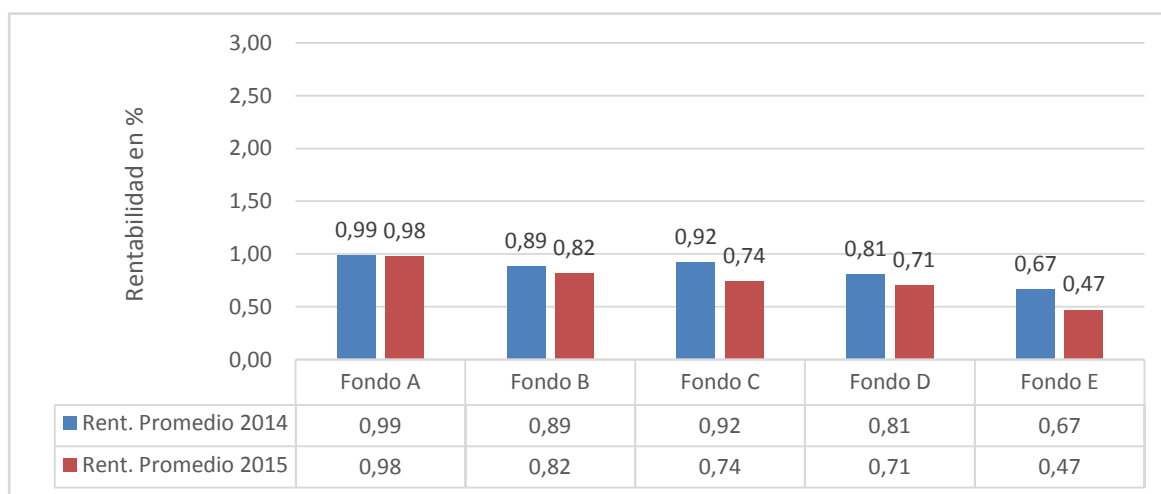
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Se puede apreciar que en el año 2015, la AFP Capital presentó en todos los tipos de fondo bajas en sus rentabilidades respecto del año 2014. El fondo E fue el que más disminuyó con una variación porcentual negativa de -63,5%, mientras que el fondo A fue el que menos disminuyó con una variación de un -39%, el resto de fondos de pensiones bordearon una disminución en sus rentabilidades de:

- Fondo B: -46,26%
- Fondo C: -53,8%
- Fondo D: -51,45%

## 2.11. Rentabilidad Promedio de AFP Cuprum por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 26 - Rentabilidad promedio AFP Cuprum por tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.**



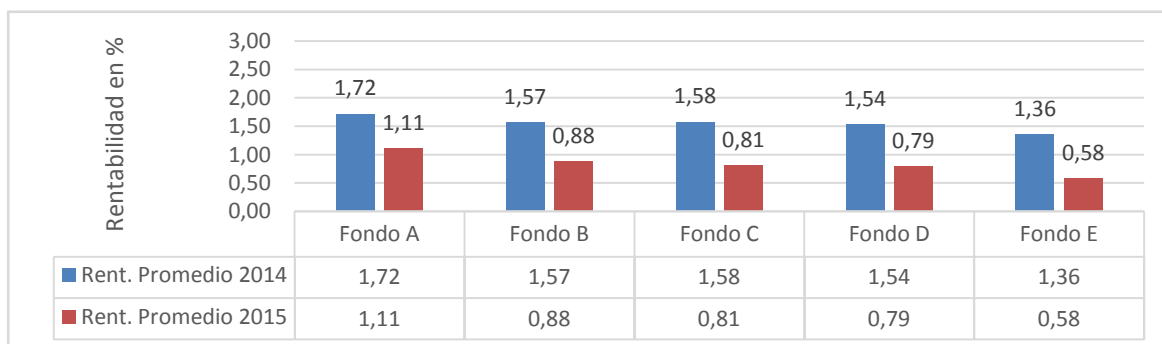
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el caso de la AFP Cuprum, durante el 2015 presentó en todos los tipos de fondo bajas en sus rentabilidades respecto del año 2014. El fondo E fue el que más disminuyó con una variación porcentual negativa de -29,9%, mientras que el fondo A fue el que menos disminuyó con una variación de un -1%, para el resto de fondos, las rentabilidades que estuvieron en 2015 disminuyeron entre un -7% hasta un -20% en comparación al periodo anterior.

- Fondo B: -7,87%
- Fondo C: -19,57%
- Fondo D: -12,35%

2.12. Rentabilidad Promedio de AFP Habitat por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 27 - Rentabilidad promedio AFP Habitat por tipo de Fondo al 31 de Diciembre, 2014 y 2015.**



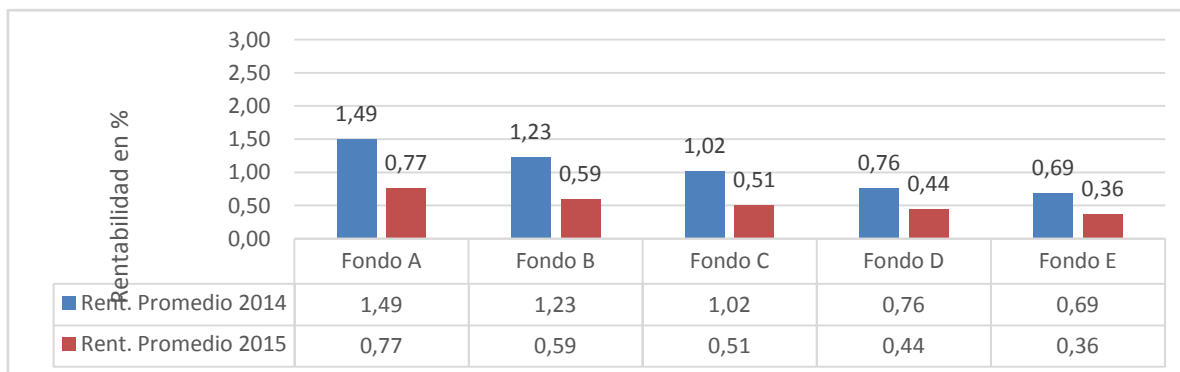
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el caso de la AFP Habitat, para el periodo 2015 y al igual que las AFP mencionadas anteriormente se presentó en todos los tipos de fondo bajas en sus rentabilidades respecto del año 2014. El fondo E fue el que más disminuyó con una variación porcentual negativa de -57,35%, mientras que el fondo A fue el que menos disminuyó con una variación de un -35,47%, para el resto de fondos, las rentabilidades que estuvieron en 2015 disminuyeron entre un -44% hasta un -49% en comparación al periodo anterior.

- Fondo B: -43,95%
- Fondo C: -48,73%
- Fondo D: -48,7%

2.13. Rentabilidad Promedio de AFP Modelo por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 28 - Rentabilidad promedio AFP Modelo por tipo de Fondo al 31 de Diciembre, 2014 y 2015.**



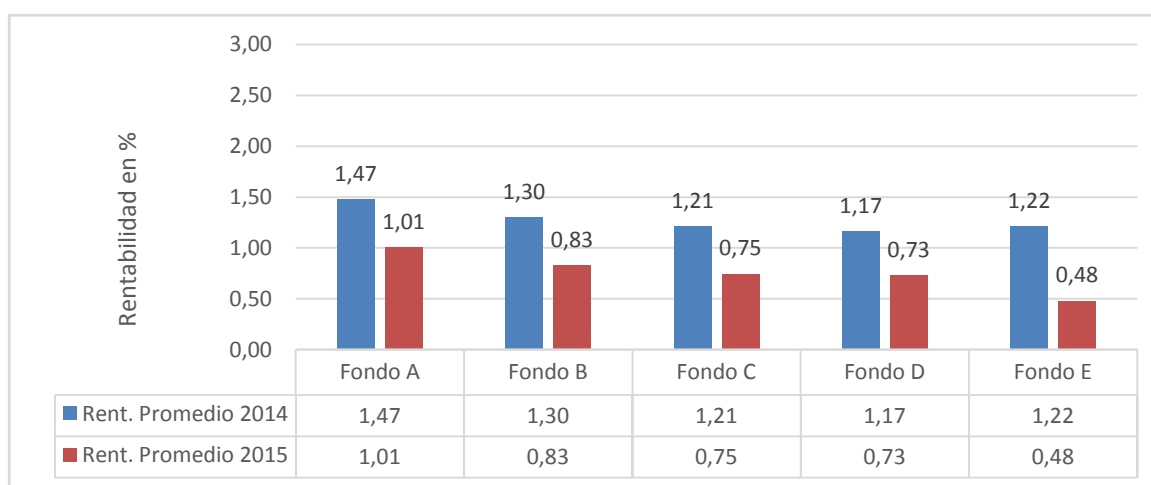
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

Durante el periodo 2015, la AFP Modelo presentó en todos los tipos de fondo bajas en sus rentabilidades respecto del año 2014. El fondo B fue el que más disminuyó con una variación porcentual negativa de -52%, mientras que el fondo D fue el que menos disminuyó con una variación de un -42,1%, para el resto de fondos, las rentabilidades que estuvieron en 2015 disminuyeron entre un -47% hasta un -50% en comparación al periodo anterior.

- Fondo A: -48,32%
- Fondo C: -50%
- Fondo E: -47,8%

#### 2.14. Rentabilidad Promedio de AFP Planvital por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 29 - Rentabilidad promedio AFP Planvital por tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.**



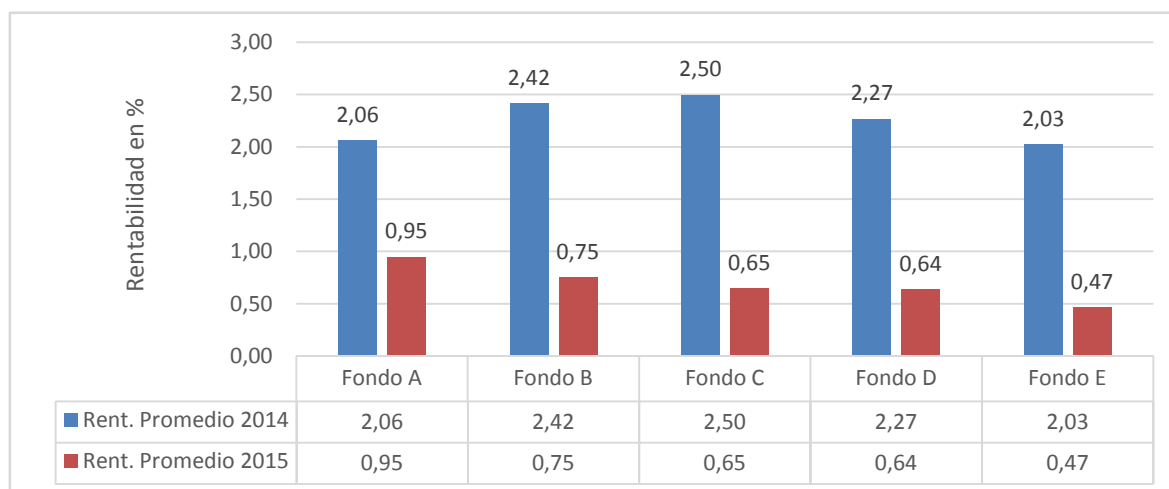
**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

La AFP Planvital presentó en todos los tipos de fondo bajas en sus rentabilidades respecto del año 2014. El fondo E fue el que más disminuyó con una variación porcentual negativa de -60,66%, mientras que el fondo A fue el que menos disminuyó con una variación de un -31,76%, para el resto de fondos, las rentabilidades que estuvieron en 2015 disminuyeron entre un -36% hasta un -38% en comparación al periodo anterior.

- Fondo B: -36,16%
- Fondo C: -38%
- Fondo D: -37,6%

2.15. Rentabilidad Promedio de AFP Provida por Tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.

**Gráfico 30 - Rentabilidad promedio AFP Provida por tipo de Fondo al 31 de Diciembre, años 2014 y 2015.**



**Fuente - Elaboración Propia en base a Información recopilada a través de la Superintendencia de Pensiones, Octubre 2016.**

En el caso de la AFP Provida, presentó en todos los tipos de fondo las bajas más significativas del mercado en sus rentabilidades respecto del año 2014. El fondo E fue el que más disminuyó con una abrupta variación porcentual negativa de -76,85%, mientras que el fondo A fue el que menos disminuyó con una variación de un -53,88%, para el resto de fondos, las rentabilidades que estuvieron en 2015 disminuyeron entre un -69% hasta un -74% en comparación al periodo anterior.

- Fondo B: -69%
- Fondo C: -74%
- Fondo D: -71,8%

Si bien, durante el 2015 en todos los Instrumentos Financieros, AFP, o bien Fondos de Pensiones hubieron altas en la rentabilidad de la inversión respecto al 2014, éstos siguieron rentando de manera positiva a pesar de los escenarios económicos, la única excepción que se presentó fueron las Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas y las Opciones de Suscripción de Acciones Nacionales, cuyas rentabilidades se vieron fuertemente golpeadas a raíz de la crisis. Este tipo de instrumento al ser de renta variable son muy propensos a la sensibilidad del mercado, por lo que generalmente reaccionan volátilmente ante el más mínimo estímulo, sea positivo como negativo.

**3. Establecer los criterios que influyeron en la elección de un Instrumento Financiero a través de un análisis comparativo de las políticas de inversión de las AFP.**

El tercer objetivo se estableció en base a las Políticas de Inversión de cada AFP, éstas Políticas de Inversión son documentos que emiten las AFP a través de sus portales institucionales en los cuales otorgan información sobre sus políticas adoptadas, criterios, factores y lineamientos que utilizan al momento de invertir en instrumentos financieros los fondos de Pensiones.

De las Políticas de Inversión se recolectó información respecto a los criterios que consideraban las AFP al momento de Invertir. A partir de esta información se confeccionó un Cuadro Comparativo en el cual se puede apreciar los criterios de inversión que cada una de las AFP establece en dichos documentos, A continuación se detalla aquellos criterios que las AFP encuentran pertinentes en considerar:

**Tabla 9 – Criterios de Políticas de Inversión.**

| CRITERIOS                                     | AFP     |        |         |        |           |         |
|-----------------------------------------------|---------|--------|---------|--------|-----------|---------|
|                                               | Capital | Cuprum | Habitat | Modelo | Planvital | Provida |
| Renta Fija                                    | X       |        |         | X      | X         |         |
| Renta Variable                                | X       |        |         | X      |           |         |
| Riesgo de Crédito<br>(Resguardos y Garantías) | X       | X      | X       | X      | X         | X       |
| Riesgo de Mercado                             | X       | X      | X       | X      | X         | X       |
| Riesgo de Liquidez                            | X       | X      | X       | X      | X         | X       |
| Riesgo Accionario                             |         | X      |         |        |           |         |
| Riesgo de Instrumento Derivado                |         | X      | X       |        | X         | X       |

| CRITERIOS                                                                                                   | AFP     |        |         |        |           |         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|---------|--------|-----------|---------|
|                                                                                                             | Capital | Cuprum | Habitat | Modelo | Planvital | Provida |
| Riesgo Operacional (Control Interno, RRHH, Sistema de Información y control, Subcontratación de servicios.) | X       | X      | X       | X      | X         | X       |
| Riesgo Legal y de Cambios Normativos                                                                        | X       | X      | X       |        | X         |         |
| Rentabilidad Deseada o Retorno esperado                                                                     | X       |        | X       |        |           |         |
| Inversión a Corto Plazo                                                                                     |         |        |         |        |           |         |
| Inversión a Largo Plazo                                                                                     |         | X      | X       |        | X         |         |
| Tipo de Monedas(Inversiones en Moneda Local o Extranjeras, en UF o UTM                                      | X       |        |         | X      | X         |         |
| Costos Asociados                                                                                            |         |        |         |        |           | X       |
| Estado de la Economía                                                                                       | X       |        |         | X      |           |         |
| Inversión Nacional                                                                                          | X       |        | X       | X      | X         | X       |
| Inversión en el Extranjero                                                                                  | X       |        | X       | X      | X         | X       |

| CRITERIOS                                                          | AFP     |        |         |        |           |         |
|--------------------------------------------------------------------|---------|--------|---------|--------|-----------|---------|
|                                                                    | Capital | Cuprum | Habitat | Modelo | Planvital | Provida |
| Intermediarios                                                     | X       | X      |         |        |           | X       |
| Tasa de Interés<br>Actuales y<br>proyectadas                       | X       | X      |         |        |           |         |
| Prestamos de Activos                                               | X       |        |         |        | X         | X       |
| Tipo de Cambio                                                     |         | X      |         |        |           |         |
| Historial de Inversión                                             | X       |        |         |        |           |         |
| Revisión Índices y<br>ratios de empresas<br>potenciales a invertir | X       |        |         | X      |           |         |
| Reuniones con<br>potenciales<br>inversionistas                     | X       |        |         |        |           |         |
| Límites de Inversión                                               | X       |        |         | X      | X         | X       |
| Inversión Directa                                                  | X       |        | X       |        |           |         |
| Inversión Indirecta                                                | X       |        | X       |        |           | X       |
| Elección de Clases de<br>Activos                                   | X       | X      | X       |        |           |         |
| Adecuada<br>Diversificación de los<br>Instrumentos                 |         |        |         |        |           | X       |

| CRITERIOS                                                      | AFP     |        |         |        |           |         |
|----------------------------------------------------------------|---------|--------|---------|--------|-----------|---------|
|                                                                | Capital | Cuprum | Habitat | Modelo | Planvital | Provida |
| Invertir en entidad autorizadas por los entes fiscalizadores   |         |        |         |        |           | X       |
| Flujos y Volúmenes de Transacciones en el Mercado              | X       |        |         |        |           |         |
| Análisis y comparación otras AFP                               |         |        |         |        | X         |         |
| Total de Factores o Criterios para realizar una inversión (32) | 23      | 12     | 13      | 12     | 14        | 14      |

Fuente – Políticas de Inversión y Solución de Conflictos, AFP: Capital, Cuprum, Habitat, Modelo, Planvital y Provida, Noviembre 2016.

Del cuadro comparativo anterior se puede desprender lo siguiente:

En el caso de los criterios de riesgos, los cuales podemos distinguir:

- Riesgo de Crédito (Resguardos y Garantías);
- Riesgo de Mercado;
- Riesgo de Liquidez, y;
- Riesgo Operación.

Son considerados por todas las AFP, por lo que es posible observar que al momento de realizar sus inversiones, la principal materia que tienen en común es el mitigar los riesgos generados por el mercado, sus deudores, la forma de su accionar, los flujos que estos instrumentos les otorguen al finalizar el periodo de inversión, algo muy determinante en una inversión, ya que son factores difícilmente de poder controlar, ya que no dependen directamente con la gestión de la sociedad, salvo por el riesgo operacional.

Otro factor que es posible tomar en consideración es que en el caso de la AFP Capital es quien considera la mayor cantidad de criterios para Invertir en algún instrumento financiero con 23 de los mencionados anteriormente, luego les sigue:

- AFP Planvital y AFP Provida con 14;
- AFP Habitat con 13, y finalmente;
- AFP Cuprum y AFP Modelo con 12.

En relación a la AFP Planvital, quien cuenta con la actual licitación del sistema de pensiones, es la única que reconoce en sus políticas de inversión el estudio o análisis de su competencia, es decir, hace un seguimiento de los movimientos de las demás AFP y con la información obtenida de ellos, posteriormente se dispone a invertir. Llama mucho la atención que esta AFP reconozca públicamente que realiza un seguimiento a la competencia, sin embargo es mucho más extraño que las otras AFP no lo reconozcan así, aún siendo que de acuerdo a los análisis realizados anteriormente, las AFP invierten en efecto manada, es decir, todas buscan el mismo horizonte de inversión.

En el caso de la AFP Provida, se debe tener en consideración que es la única que dentro de sus políticas de inversión menciona los Costos incurridos en la misma, pues éstos varían conforme al instrumento y tamaño de la inversión. A Provida se le conoce por ser la AFP que cobra a sus afiliados la más alta comisión del mercado con un 1,54% de los fondos cotizados y pagados, por lo que se puede desprender que es una AFP que se preocupa mucho por los recargos adicionales que puedan contar al momento de realizar inversiones.

En puntos de vistas conjuntos se puede mencionar que:

- Llama la atención que las AFP Modelo y Provida no consideran en sus criterios el “Riesgo Legal y Cambios Normativos” que es un factor muy importante a considerar, ya que un cambio en el D.L. 3.500 en materias de inversión, podría llegar a afectar significativamente a una AFP que tenga una alta proporción de capital invertido en el instrumento que la normativa modificara.
- Ninguna de las AFP considera las inversiones a Corto Plazo, sin embargo, en AFP Capital, Modelo y Planvital, al momento de invertir consideran si el instrumento es del tipo de renta variable.

- Sólo las AFP Capital y Cuprum consideran las “Tasas de Intereses actuales y proyectadas” en sus criterios de inversión, algo que es muy importante en inversiones que son a largo plazo y de renta variable.
- Llama la atención que solo las AFP Capital y Modelo revisen los Índices y ratios financieros de las empresas que desean invertir, ya que los ratios financieros muestra situaciones actuales que tiene una organización en relación también al mercado, por lo que invertir en una compañía con un buen índice de ratios, puede asegurar menores riesgos.
- Sólo la AFP Capital incluye como criterio de inversión, “Reuniones con potenciales inversionistas”, un criterio algo distinto a lo normal, sin embargo, es importante considerar esta política debido a que genera una ventaja sobre el resto del mercado el contar con nuevas personas que agreguen sabiduría a las inversiones.
- Sólo la AFP Provida incluye 2 criterios que se consideran fundamentales en materias de lo que el D.L. 3500 menciona, estos son:
  - Adecuada Diversificación de los Instrumentos, e;
  - Invertir en entidades autorizadas por los entes fiscalizadores.

Estos criterios son sumamente importantes, debido a que antes del ánimo de realizar una inversión existe un marco regulador que limita a estas entidades a realizar inversiones excesivas en cierto tipo de empresas e instrumentos con el fin de evitar el control en aquellas y así diversificar sus carteras para mitigar posibles riesgos, por lo que al considerar dicha información dentro de sus políticas se deja en evidencia que existe una preocupación por las disposiciones legales que la ley contempla y la transparencia en sus operaciones.

Finalmente, la AFP Cuprum menciona en sus criterios el Riesgo Accionario, lo anterior no es de extrañar que esta AFP lo mencione como factor individual y no lo incluya dentro de las inversiones de renta variable, puesto que la acción es tal vez el instrumento más volátil e impredecible del mercado bursátil y una variación muy abrupta o significativa podría significar grandes pérdidas en los Fondos de Pensión.

## CONCLUSIÓN

A partir del análisis realizado a los resultados de los Objetivos Específicos 1, 2 y 3 se llegó a las siguientes conclusiones:

1. Como primera conclusión, emanada de los resultados del Objetivo 1 se pudo descubrir que de un total de 119 Instrumentos Financieros, las AFP durante el año 2015 invirtieron tan sólo en 46 Instrumentos, lo que equivale a un 38,65%, esto quiere decir, que de la totalidad de Instrumentos que el D.L. 3500 indica en qué invertir, sólo un poco más de un tercio de ellos es utilizado. Por otro lado y muy similar a lo ocurrido en el año 2015, durante el año 2014 se invirtió en la misma cantidad de Instrumentos, sin embargo, de aquellos 46 tan sólo 1 fue un instrumento no invertido por el año contrario, es decir, 45 de los 46 instrumentos invertidos en 2014 fueron también invertidos en el año 2015.
2. Se podría pensar que la AFP que considera mayor cantidad de criterios a la hora de invertir debería ser en teoría la que obtendrá la mayor rentabilidad en el Mercado, a continuación se entregan los datos:
  - Según el Cuadro Comparativo Tabla N° 9, La AFP con la mayor cantidad de criterios considerados para invertir fue AFP Capital con 23 criterios.
  - Según los resultados del Gráfico N° 24, la AFP con mayor Rentabilidad en el año 2014 fue AFP Provida con un 2,25% y en el año 2015 fue AFP Habitat con un 0,86%.

En base a estos 2 datos, se puede concluir que no necesariamente la AFP con más criterios considerados al momento de invertir obtendrá la mayor rentabilidad del mercado.

3. A finales del año 2015 se pudo notar un cambio natural en la distribución de los fondos invertidos en los distintos instrumentos financieros ya sea de renta fija y variables, respecto al año anterior, a continuación se muestran algunos datos

Los Instrumentos de Renta Fija como los DPF (Depósitos a plazo y pagarés emitidos por Instituciones Financieras) en el años 2015 aumentaron su cantidad de dinero invertido de 6.655.542,86 MM de pesos a 7.749.920,44 MM de pesos en el año 2015, también fue el caso de los BTP (Bonos de la Tesorería General de la República, en pesos) que en año

2014 ascendían a monto de 2.969.276,14 MM de pesos y en año 2015 fue de 4.920.877,35 MM de pesos.

En el caso de los Instrumentos de Renta Variable, como las ACC (Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas Nacionales) disminuyeron en su cantidad de inversión de 8.456.538,45 MM de pesos en al año 2014 a 8.006.220,61 MM de pesos en el 2015. Además los CMED (Cuotas de participación emitidas por Fondos mutuos extranjeros cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital) también disminuyeron desde 12.171.553,59 MM de pesos a 11.884.913,34 MM de pesos entre los mismo periodos.

Al analizar estos cambios y considerando la incertidumbre económica vivida en dicho periodo, Tanto los Instrumentos de Renta Fija como Variable si se comportaron de acuerdo al estado de la economía actual, por lo siguiente:

Los Instrumentos de Renta Fija aumentaron seguramente por 2 factores:

- a) El cambio de Instrumentos de Renta Variable a Fija, pues los inversionistas en tiempos de desaceleración económica, resguardan los fondos en estos tipos de instrumentos y en instituciones estatales como la Tesorería General de la República, como es el caso de Chile, las cuales entregan mayor seguridad a los fondos ya que presentan bajo nivel de riesgo de pérdida.
- b) La Rentabilidad obtenida por fondos invertidos, (actuales y adicionales por el cambio).

Por otro lado, los instrumentos de Renta variables disminuyeron por 2 factores,

- a) El cambio de Instrumentos de Renta Variable a Fija, pues al existir mayor incertidumbre en el mercado de valores, los inversionistas rescatan el dinero en ACC y Fondos Mutuos principalmente, disminuyendo así el dinero invertido en dichos instrumentos.
- b) Perdidas Obtenidas a raíz de la desaceleración económica.

4. AFP Cuprum no fue la que obtuvo la mayor rentabilidad del mercado entre los años 2014 y 2015, sin embargo una cosa que llama la atención, según el gráfico N° 29, su rentabilidad promedio disminuyó muy poco de un año a otro, en comparación a las

otras Administradoras de Fondos, esta situación merece revisar qué criterios consideran en sus políticas de Inversión.

Analizando el Cuadro Comparativo tabla N°9, se pudo identificar 2 criterios que sólo la AFP Cuprum considera, estos son:

- a) Riesgo Accionario
- b) Tipo de Cambio

El Riesgo Accionario es la posibilidad de que algo ocurra negativo en el valor de las Acciones que genere pérdidas o menores valores de la inversión inicial. Desde este punto de vista, es sumamente consistente la relación rentabilidad y criterio único que considera la AFP Cuprum, ya que es la única que considera medidas de resguardo ante la baja en el valor de las Acciones y la menor diferencia de rentabilidad entre los periodos 2014 y 2015.

5. Se puede concluir que al parecer, al tomar mayor atención y control en el Riesgo Accionario, en periodos de desaceleración, se logra disminuir el riesgo de pérdida. Además, vigilando el comportamiento de los cambios en el tipo de cambio, también se genera una disminución de pérdida, ya que la desaceleración afecta también el valor de la moneda donde se está invirtiendo.

Finalmente, se puede mencionar en forma convencida, que las AFP pueden aumentar la rentabilidad de las inversiones y mitigar los niveles de riesgo y las pérdidas obtenidas, considerando ciertos criterios y factores que cada una piense que son relevantes al momento de Invertir. Sin embargo, hay que dejar en claro que el factor más relevante es el “Estado de la Economía” el cual influenciara en forma significativa por no decir absoluta en los resultados positivos o negativos de una inversión.

Lo anterior queda reflejado tanto en el gráfico N° 9 como en el N° 24, los cuales muestran que bajo el escenario de una desaceleración económica mundial como es el caso, el mercado completo de las AFP se vio afectado con una disminución considerable en sus rentabilidades, es decir, independiente de la AFP o en los tipos de Instrumentos financieros en los cuales se invierta, El factor predominante en la Inversión será la Economía Mundial en un país como Chile que es muy dependiente de las grandes economías extranjeras.

## BIBLIOGRAFÍA

1. AFP Habitat. (s.f.). *www.afphabitat.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.afphabitat.cl/multifondos/que-son>
2. AFP Habitat. (s.f.). *www.afphabitat.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.afphabitat.cl/>
3. AFP Capital. (s.f.). *www.afpcapital.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.afpcapital.cl/>
4. AFP Modelo. (s.f.). *www.afpmodelo.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.afpmodelo.cl/>
5. AFP Provida. (s.f.). *www.provida.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.provida.cl>
6. AFP Cuprum. (s.f.). *www.nuevo.cuprum.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.nuevo.cuprum.cl>
7. AFP Planvital. (s.f.). *www.planvitalafp.cl*. Recuperado el 12 de Julio de 2016, de <http://www.planvitalafp.cl/>
8. Asociación de Supervisores Bancarios de las Americas. (2015). Obtenido de <http://www.asba-supervision.org/PEF/inversion/tipos-de-inversion-financiera-y-real.shtml>
9. Avanza Chile. (2016). *Un breve balance del mercado laboral en los dos primeros años de Gobierno*. Santiago de Chile.
10. Castro, A. (10 de Septiembre de 2014). *La Izquierda Diario*. Obtenido de [http://www.laizquierdadiario.com/Como-afecta-la-desaceleracion-economica-a-Chile?id\\_rubrique=1201](http://www.laizquierdadiario.com/Como-afecta-la-desaceleracion-economica-a-Chile?id_rubrique=1201)
11. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2016). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile: CEPAL.

12. Correa Allendes, J. M. (2016). *INVERSIONES DE LAS AFP Y NUEVOS INSTRUMENTOS DE INVERSION: "ACTIVOS ALTERNATIVOS"*. Santiago de Chile: Universidad de Chile.
13. Crece Negocios. (2015). Obtenido de <http://www.crecenegocios.com/renta-fija-y-renta-variable/>
14. Departamento de Estudios, Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales. Ministerio de Relaciones Exteriores. (2015). *Informe Anual de Comercio Exterior 2014 - 2015*. Santiago de Chile.
15. Economía para Todos. (19 de Julio de 2015). Obtenido de <https://economiatodos.cl/2015/07/19/la-desaceleracion-economica-de-chile-explicada-conmanzanitas/>
16. El Mercurio. (12 de Marzo de 2015). [www.elmercurio.com](http://www.elmercurio.com). Recuperado el 16 de Abril de 2016, de <http://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Fondos-de-Pensiones/2015/03/12/AFP-Extranjero.aspx>
17. Emol . (18 de Julio de 2015). *Emol Economía*. Obtenido de <http://www.emol.com/noticias/Economia/2015/07/18/726567/2014-y-2015-Los-peores-anos-de-crecimiento-economico-en-25-anos.html>
18. Fondo Monetario Internacional. (2016). *Perspectivas de la Economía Mundial – Las Américas: América Latina y el Caribe. ¿Se prolongará el actual frente frío?* Washington.
19. Fondo Monetario Internacional. (2015). *Perspectivas de la Economía Mundial*. Washington.
20. Fondo Monetario Internacional. (2016). *Perspectivas de la Economía Mundial. Demanda reprimida: Síntomas y Remedios*. Washington.
21. Fuentes Figueroa, S. J. (2013). *INVERSIONES DE LAS AFP EN EMPRESAS CHILENAS, DETERMINANTES Y EFECTOS EN EL MERCADO*. Santiago de Chile: Universidad de Chile.

22. Kummets, P. (15 de Abril de 2015). *DW Made for Minds* . Obtenido de <http://www.dw.com/es/econom%C3%ADa-mundial-2015-crecimiento-desigual/a-18386317>
23. Ministerio del Trabajo y Previsión Social. (04 de Noviembre de 1980). DL 3.500. *ESTABLECE NUEVO SISTEMA DE PENSIONES* . Santiago de Chile, Región Metropolitana de Santiago, Chile: Biblioteca del Congreso Nacional.
24. Mostrador. (1 de Julio de 2015). *ElMostrador*. Obtenido de <http://www.elmostrador.cl/mercados/2015/07/01/desaceleracion-golpea-crecimiento-de-cotizantes-de-las-afp/>
25. MT, M. (11 de Mayo de 2012). *Educación Bancaria*. Obtenido de <https://educacionbancaria.wordpress.com/2012/11/05/introduccion-a-los-instrumentos-financieros-concepto-utilidad-y-caracteristicas/>
26. Oceano / Centrum. (2005). *Diccionario de Administración y Finanzas*. Barcelona, España: Editorial Oceano.
27. Pérez Porto, J., & Merino, M. (2009). *Definición.de*. Obtenido de <http://definicion.de/inversion/>
28. Superintendencia de Pensiones. (2014). *www.spensiones.cl*. Recuperado el 15 de Abril de 2016, de <http://www.spensiones.cl/portal/orientacion/580/w3-article-2828.html>

## ANEXOS

## ANEXO N° 1 – GLOSARIO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LOS QUE LAS AFP SE ENCUENTRAN AUTORIZADOS A INVERTIR.

| Código     | N° | Instrumento                                                                                                                                  |
|------------|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ABE</b> | 1  | Aceptaciones bancarias, esto es, títulos de crédito emitidos por terceros y afianzados por bancos extranjeros.                               |
| <b>ACC</b> | 2  | Acciones de Sociedades Anónimas Nacionales.                                                                                                  |
| <b>ADD</b> | 3  | Certificados negociables representativos de títulos de deuda de entidades extranjeras, emitidos por bancos depositarios en el extranjero.    |
| <b>ADR</b> | 4  | Certificados negociables representativos de títulos accionarios de entidades extranjeras, emitidos por bancos depositarios en el extranjero. |
| <b>AEE</b> | 5  | Acciones de Emisores Extranjeros.                                                                                                            |
| <b>BBC</b> | 6  | Bonos del Banco Central de Chile                                                                                                             |
| <b>BCA</b> | 7  | Bonos canjeables por acciones.                                                                                                               |
| <b>BCD</b> | 8  | Bonos del Banco Central de Chile expresados en Dólares.                                                                                      |
| <b>BCE</b> | 9  | Bonos convertibles en acciones emitidos por entidades bancarias y empresas extranjeras.                                                      |
| <b>BCO</b> | 10 | Bonos de la Reforma Agraria (Primera y Segunda Serie).                                                                                       |
| <b>BCP</b> | 11 | Bonos del Banco Central de Chile expresados en pesos.                                                                                        |
| <b>BCS</b> | 12 | Bonos respaldados por títulos de crédito transferibles.                                                                                      |
| <b>BCU</b> | 13 | Bonos del Banco Central de Chile expresados en U.F.                                                                                          |
| <b>BCX</b> | 14 | Pagarés Banco Central de Chile en dólares.                                                                                                   |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                                                                                                           |
|---------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>BEC</b>    | 15        | Bonos del Estado de Chile.                                                                                                                   |
| <b>BEE</b>    | 16        | Bonos emitidos por empresas extranjeras.                                                                                                     |
| <b>BEF</b>    | 17        | Bonos Bancarios emitidos por Instituciones Financieras.                                                                                      |
| <b>BME</b>    | 18        | Títulos de crédito emitidos por municipalidades, estados regionales o gobiernos locales.                                                     |
| <b>BRP</b>    | 19        | Bonos de Reconocimiento emitidos por el Instituto de Normalización Previsional u otras instituciones de previsión.                           |
| <b>BSE</b>    | 20        | Bonos de crédito securitizados emitidos por empresas extranjeras                                                                             |
| <b>BSF</b>    | 21        | Bonos subordinados emitidos por Instituciones Financieras.                                                                                   |
| <b>BTP</b>    | 22        | Bonos de la Tesorería General de la República en Pesos.                                                                                      |
| <b>BTU</b>    | 23        | Bonos de la Tesorería General de la República en UF.                                                                                         |
| <b>BVL</b>    | 24        | Bonos Vivienda Leasing.                                                                                                                      |
| <b>CC2</b>    | 25        | Cuenta Corriente Banco de Inversiones Nacionales.                                                                                            |
| <b>CC3</b>    | 26        | Cuenta Corriente Banco de Inversiones Extranjeras.                                                                                           |
| <b>CDE</b>    | 27        | Títulos de crédito de intermediación financiera (Certificados de Depósitos) emitidos por entidades bancarias extranjeras.                    |
| <b>CERO</b>   | 28        | Cupones de emisión Reajustables opcionales en U.F.                                                                                           |
| <b>CFID</b>   | 29        | Cuotas de Fondos de Inversión Nacionales, cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital.              |
| <b>CFIV</b>   | 30        | Cuotas de Fondos de Inversión Nacionales, cuyas carteras están conformadas total o parcialmente por instrumentos representativos de capital. |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                                                                                                                                       |
|---------------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>CFMD</b>   | 31        | Cuotas de Fondos Mutuos Nacionales, cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital.                                                |
| <b>CFMV</b>   | 32        | Cuotas de Fondos Mutuos Nacionales, cuyas carteras están conformadas total o parcialmente por instrumentos representativos de capital.                                   |
| <b>CIED</b>   | 33        | Cuotas de participación emitidas por Fondos de Inversión extranjeros, cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital.              |
| <b>CIEV</b>   | 34        | Cuotas de participación emitidas por Fondos de Inversión extranjeros, cuyas carteras están conformadas total o parcialmente por instrumentos representativos de capital. |
| <b>CMED</b>   | 35        | Cuotas de participación emitidas por Fondos Mutuos Extranjeros, cuyas carteras no están conformadas por ningún instrumento representativo de capital.                    |
| <b>CMEV</b>   | 36        | Cuotas de participación emitidas por Fondos Mutuos Extranjeros, cuyas carteras están conformadas total o parcialmente por instrumentos representativos de capital.       |
| <b>DEB</b>    | 37        | Bonos de Empresas Públicas y Privadas.                                                                                                                                   |
| <b>DPF</b>    | 38        | Depósitos a Plazo emitidos por Instituciones Financieras.                                                                                                                |
| <b>EBC</b>    | 39        | Títulos de crédito emitidos por Estados Extranjeros y Bancos Centrales Extranjeros.                                                                                      |
| <b>ECE</b>    | 40        | Efectos de comercio emitidos por entidades bancarias y empresas extranjeras                                                                                              |
| <b>ECO</b>    | 41        | Efectos de Comercio.                                                                                                                                                     |
| <b>ECS</b>    | 42        | Efectos de comercio respaldados por títulos de crédito transferibles                                                                                                     |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                                                                                                                                           |
|---------------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ELN</b>    | 43        | Títulos de crédito indexados al retorno de otros activos.                                                                                                                    |
| <b>ETFA</b>   | 44        | Títulos representativos de índices accionarios extranjeros.                                                                                                                  |
| <b>ETFB</b>   | 45        | Títulos representativos de índices de renta fija.                                                                                                                            |
| <b>ETFC</b>   | 46        | Títulos representativos de índices de commodities.                                                                                                                           |
| <b>FEAC</b>   | 47        | Futuros extranjeros de compra de acciones                                                                                                                                    |
| <b>FEAV</b>   | 48        | Futuros extranjeros de venta de acciones                                                                                                                                     |
| <b>FEIC</b>   | 49        | Futuros extranjeros de compra de índices                                                                                                                                     |
| <b>FEIV</b>   | 50        | Futuros extranjeros de venta de índices                                                                                                                                      |
| <b>FEMC</b>   | 51        | Futuros de compra de monedas en el extranjero.                                                                                                                               |
| <b>FEMV</b>   | 52        | Futuros de venta de monedas en el extranjero.                                                                                                                                |
| <b>FETC</b>   | 53        | Futuros de compra de tasas de interés sobre una tasa, índice o título de deuda extranjero correspondientes a operaciones de cobertura de riesgo financiero en el extranjero. |
| <b>FETV</b>   | 54        | Futuros de venta de tasas de interés en el extranjero.                                                                                                                       |
| <b>FICE</b>   | 55        | Cuotas de Participación Emitidas por Fondos de Inversión Extranjeros.                                                                                                        |
| <b>FNAC</b>   | 56        | Futuros nacionales de compra de acciones                                                                                                                                     |
| <b>FNAV</b>   | 57        | Futuros nacionales de venta de acciones                                                                                                                                      |
| <b>FNIC</b>   | 58        | Futuros nacionales de compra de índices                                                                                                                                      |
| <b>FNIV</b>   | 59        | Futuros nacionales de venta de índices                                                                                                                                       |
| <b>FNMC</b>   | 60        | Futuros de compra de monedas en el mercado nacional.                                                                                                                         |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                          |
|---------------|-----------|-------------------------------------------------------------|
| <b>FNMV</b>   | 61        | Futuros de venta de monedas en el mercado nacional.         |
| <b>FNTC</b>   | 62        | Futuros de compra de tasas de interés.                      |
| <b>FNTV</b>   | 63        | Futuros de venta de tasas de interés.                       |
| <b>LHF</b>    | 64        | Letras Hipotecarias emitidas por Instituciones Financieras. |
| <b>OEAC</b>   | 65        | Opciones de compra extranjeras sobre acciones               |
| <b>OEAV</b>   | 66        | Opciones de venta extranjera sobre acciones                 |
| <b>OEIC</b>   | 67        | Opciones de compra extranjeras sobre índices                |
| <b>OEIV</b>   | 68        | Opciones de venta extranjera sobre índices                  |
| <b>OEMC</b>   | 69        | Opciones de compra de monedas en el extranjero              |
| <b>OEMV</b>   | 70        | Opciones de venta de monedas en el extranjero               |
| <b>OETC</b>   | 71        | Opciones de compra extranjeras sobre tasas de interés       |
| <b>OETV</b>   | 72        | Opciones de venta extranjera sobre tasas de interés         |
| <b>ONAC</b>   | 73        | Opciones de compra nacional sobre acciones                  |
| <b>ONAV</b>   | 74        | Opciones de venta nacional sobre acciones                   |
| <b>ONIC</b>   | 75        | Opciones de compra nacional sobre índices                   |
| <b>ONIV</b>   | 76        | Opciones de venta nacional sobre índices                    |
| <b>ONMC</b>   | 77        | Opciones de compra de monedas en el mercado nacional        |
| <b>ONMV</b>   | 78        | Opciones de venta de monedas en el mercado nacional         |
| <b>ONTC</b>   | 79        | Opciones de compra nacional sobre tasas de interés          |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                                                                                                                                  |
|---------------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ONTV</b>   | 80        | Opciones de venta nacional sobre tasas de interés                                                                                                                   |
| <b>OSAE</b>   | 81        | Opciones de suscripción de acciones y cuotas de fondos de inversión extranjeras.                                                                                    |
| <b>OSAN</b>   | 82        | Opciones de suscripción de acciones y cuotas de fondos de inversión nacionales.                                                                                     |
| <b>OVN</b>    | 83        | Instrumentos de intermediación financiera con plazo de emisión de 1 día, correspondientes a depósitos de corto plazo, emitidos por entidades bancarias extranjeras. |
| <b>PCX</b>    | 84        | Pagarés del Banco Central de Chile en dólares de EEUU                                                                                                               |
| <b>PDC</b>    | 85        | Pagarés Descontables del Banco Central de Chile.                                                                                                                    |
| <b>PFI</b>    | 86        | Promesas de suscripción y pago de cuotas de Fondos de Inversión Nacionales.                                                                                         |
| <b>PRC</b>    | 87        | Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile con pago en cupones.                                                                                                |
| <b>PRD</b>    | 88        | Pagarés Reajustables en dólares del Banco Central de Chile.                                                                                                         |
| <b>PTG</b>    | 89        | Pagarés Reajustables de la Tesorería General de la República.                                                                                                       |
| <b>SEI</b>    | 90        | Swap extranjero de índices de tasas de interés                                                                                                                      |
| <b>SEM</b>    | 91        | Swap extranjero en moneda                                                                                                                                           |
| <b>SET</b>    | 92        | Swap extranjero de tasas de interés                                                                                                                                 |
| <b>SIN</b>    | 93        | Swap nacional de índices de tasas de interés                                                                                                                        |
| <b>SNM</b>    | 94        | Swap nacional en moneda                                                                                                                                             |
| <b>SNT</b>    | 95        | Swap nacional de tasas de interés                                                                                                                                   |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                                                                                                                                         |
|---------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>TBE</b>    | 96        | Títulos de crédito de renta fija emitidos por entidades bancarias extranjeras.                                                                                             |
| <b>TBI</b>    | 97        | Títulos de crédito emitidos por entidades bancarias internacionales.                                                                                                       |
| <b>TDP</b>    | 98        | Instrumentos de intermediación financiera con plazo de emisión de más de 1 día, correspondientes a depósitos de corto plazo, emitidos por entidades bancarias extranjeras. |
| <b>TGE</b>    | 99        | Títulos de crédito garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales extranjeros, entidades bancarias extranjeras o entidades bancarias internacionales.              |
| <b>WEAC</b>   | 100       | Forwards extranjeros de compra de acciones                                                                                                                                 |
| <b>WEAV</b>   | 101       | Forwards extranjeros de venta de acciones                                                                                                                                  |
| <b>WEIC</b>   | 102       | Forwards extranjeros de compra de índices                                                                                                                                  |
| <b>WEIV</b>   | 103       | Forwards extranjeros de venta de índices                                                                                                                                   |
| <b>WEMC</b>   | 104       | Forwards de compra de monedas en que ambas monedas involucradas son extranjeras                                                                                            |
| <b>WEMV</b>   | 105       | Forwards de venta de monedas en que ambas monedas involucradas son extranjeras                                                                                             |
| <b>WENC</b>   | 106       | Forwards de compra de monedas en el extranjero en que una de las monedas involucradas es nacional                                                                          |
| <b>WENV</b>   | 107       | Forwards de compra de monedas en el extranjero en que una de las monedas involucradas es nacional                                                                          |
| <b>WETC</b>   | 108       | Forwards de compra de tasas de interés en el extranjero.                                                                                                                   |
| <b>WETV</b>   | 109       | Forwards de venta de tasas de interés en el extranjero.                                                                                                                    |

| <b>Código</b> | <b>Nº</b> | <b>Instrumento</b>                                                               |
|---------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>WNAC</b>   | 110       | Forwards nacionales de compra de acciones                                        |
| <b>WNAV</b>   | 111       | Forwards nacionales de venta de acciones                                         |
| <b>WNIC</b>   | 112       | Forwards nacionales de compra de índices                                         |
| <b>WNIV</b>   | 113       | Forwards nacionales de venta de índices                                          |
| <b>WNMC</b>   | 114       | Forwards de compra de monedas en que una de las monedas involucradas es nacional |
| <b>WNMV</b>   | 115       | Forwards de venta de monedas en que una de las monedas involucradas es nacional  |
| <b>WNTC</b>   | 116       | Forwards de compra de tasas de interés en el mercado nacional.                   |
| <b>WNTV</b>   | 117       | Forwards de venta de tasas de interés en el mercado nacional.                    |
| <b>XERO</b>   | 118       | Cupones de emisión del Banco Central de Chile en dólares de EEUU                 |
| <b>ZERO</b>   | 119       | Cupones de emisión Reajustables opcionales en dólares.                           |

**Fuente - Elaboración Propia a partir de Información Recolectada de Base de Carteras de Inversión de la Superintendencia de Pensiones, Febrero 2013.**

## ANEXO Nº 2 – INSTRUMENTOS FINANCIEROS UTILIZADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES DE LAS AFP A DICIEMBRE DE 2014.

| Código<br>Instrumento | Tipo de Fondo de Pensión |              |              |              |              | Total MM\$   |
|-----------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | A                        | B            | C            | D            | E            |              |
| <b>ACC</b>            | 1.893.624,04             | 2.106.776,13 | 3.738.041,71 | 615.454,02   | 102.642,55   | 8.456.538,45 |
| <b>ADR</b>            | 4.425,06                 | 11.200,02    | 14.512,89    | 6.199,55     | 6.733,10     | 43.070,62    |
| <b>AEE</b>            | 5.879,05                 | 7.594,76     | 12.155,30    | 1.823,93     | 272,59       | 27.725,63    |
| <b>BCP</b>            | 1.230,17                 | 64.633,50    | 167.265,35   | 155.191,84   | 260.069,44   | 648.390,30   |
| <b>BCS</b>            | 4.752,51                 | 6.496,31     | 23.012,14    | 8.279,64     | 0,00         | 42.540,60    |
| <b>BCU</b>            | 49.099,88                | 538.994,63   | 1.989.723,15 | 1.336.509,36 | 1.857.713,80 | 5.772.040,82 |
| <b>BEC</b>            | 0,00                     | 1.208,83     | 46.005,46    | 22.171,95    | 29.438,87    | 98.825,11    |
| <b>BEE</b>            | 1.510,67                 | 8.796,18     | 21.346,58    | 11.781,45    | 6.082,23     | 49.517,11    |
| <b>BEF</b>            | 258.509,76               | 750.402,10   | 3.150.233,65 | 1.865.212,64 | 1.722.791,47 | 7.747.149,62 |
| <b>BHM</b>            | 5.496,55                 | 5.496,55     | 57.967,45    | 18.507,08    | 12.214,55    | 99.682,18    |
| <b>BRP</b>            | 17.323,50                | 35.028,56    | 175.333,36   | 100.916,29   | 45.342,63    | 373.944,34   |
| <b>BSF</b>            | 137.269,61               | 259.506,94   | 797.294,03   | 337.559,98   | 388.791,36   | 1.920.421,92 |
| <b>BTP</b>            | 23.434,78                | 259.136,00   | 1.015.290,27 | 787.487,07   | 883.928,02   | 2.969.276,14 |
| <b>BTU</b>            | 88.550,56                | 997.888,08   | 4.290.476,24 | 2.827.308,81 | 3.259.899,21 | 11.464.122,9 |

| <b>Código<br/>Instrumento</b> | <b>Tipo de Fondo de Pensión</b> |              |              |              |              | <b>Total MM\$</b> |
|-------------------------------|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
|                               | <b>A</b>                        | <b>B</b>     | <b>C</b>     | <b>D</b>     | <b>E</b>     |                   |
| <b>BVL</b>                    | 579,84                          | 786,30       | 2.545,64     | 8.996,53     | 4.541,74     | 17.450,05         |
| <b>CC2</b>                    | 29.655,67                       | 15.263,13    | 24.637,63    | 41.266,12    | 22.288,78    | 133.111,33        |
| <b>CC3</b>                    | 36.852,88                       | 23.312,29    | 29.969,20    | 14.145,56    | 5.618,71     | 109.898,64        |
| <b>CERO</b>                   | 6.473,27                        | 1.235,08     | 20.445,70    | 7.309,52     | 4.501,69     | 39.965,26         |
| <b>CFID</b>                   | 5.790,90                        | 9.205,97     | 40.892,22    | 10.292,99    | 0,00         | 66.182,08         |
| <b>CFID(*)</b>                | 40.340,98                       | 58.844,32    | 241.992,86   | 65.861,37    | 0,00         | 407.039,53        |
| <b>CFIV</b>                   | 387.539,67                      | 406.420,66   | 841.125,88   | 127.568,83   | 0,00         | 1.762.655,04      |
| <b>CFIV(*)</b>                | 296.418,37                      | 160.772,51   | 265.646,97   | 30.498,36    | 0,00         | 753.336,21        |
| <b>CFMD</b>                   | 2.466,65                        | 4.189,91     | 18.934,34    | 6.488,57     | 12.449,61    | 44.529,08         |
| <b>CFMD(*)</b>                | 12.714,69                       | 20.230,60    | 77.532,94    | 28.746,56    | 57.877,82    | 197.102,61        |
| <b>CFMV</b>                   | 1.575,00                        | 252,00       | 2.882,85     | 0,00         | 0,00         | 4.709,85          |
| <b>CFMV(*)(**)</b>            | 0,00                            | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00              |
| <b>CIEV</b>                   | 1.443,55                        | 120,13       | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 1.563,68          |
| <b>CMED</b>                   | 2.191.636,49                    | 2.258.645,81 | 5.426.746,53 | 2.071.085,00 | 223.439,76   | 12.171.553,6      |
| <b>CMEV</b>                   | 7.361.285,65                    | 4.975.008,30 | 6.126.442,64 | 1.242.213,81 | 0,00         | 19.704.950,4      |
| <b>DEB</b>                    | 292.177,57                      | 747.995,88   | 3.200.182,67 | 1.509.132,84 | 1.500.331,60 | 7.249.820,56      |
| <b>DPF</b>                    | 48.031,45                       | 575.926,00   | 1.240.457,00 | 1.419.575,05 | 3.371.553,36 | 6.655.542,86      |

| <b>Código<br/>Instrumento</b> | <b>Tipo de Fondo de Pensión</b> |              |              |              |              | <b>Total MM\$</b> |
|-------------------------------|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
|                               | <b>A</b>                        | <b>B</b>     | <b>C</b>     | <b>D</b>     | <b>E</b>     |                   |
| <b>EBC</b>                    | 103.131,18                      | 87.387,37    | 255.049,10   | 175.871,23   | 232.036,66   | 853.475,54        |
| <b>ETFA</b>                   | 2.660.295,47                    | 2.005.200,48 | 3.501.025,76 | 1.042.806,20 | 539.437,56   | 9.748.765,47      |
| <b>FICE</b>                   | 308,54                          | 488,90       | 2.098,56     | 0,00         | 0,00         | 2.896,00          |
| <b>LHF</b>                    | 23.632,91                       | 78.416,38    | 364.225,21   | 121.162,96   | 88.964,32    | 676.401,78        |
| <b>OSAN</b>                   | 495,67                          | 341,15       | 550,40       | 133,87       | 50,06        | 1.571,15          |
| <b>OTROS</b>                  | 16.866,17                       | 7.968,85     | 28.225,92    | 6.998,34     | 7.463,41     | 67.522,69         |
| <b>PDC</b>                    | 0,00                            | 0,00         | 2.496,63     | 0,00         | 90.145,27    | 92.641,90         |
| <b>PRC</b>                    | 312,67                          | 2.235,63     | 4.293,21     | 1.755,27     | 1.053,94     | 9.650,72          |
| <b>SET</b>                    | 755,11                          | 755,11       | 595,97       | 0,00         | 1.995,64     | 4.101,83          |
| <b>SNT</b>                    | 199,22                          | 1.137,03     | 2.078,22     | 1.397,47     | 3.751,74     | 8.563,68          |
| <b>TBI(**)</b>                | 0,00                            | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00              |
| <b>WEM</b>                    | 25.908,06                       | 22.818,47    | 41.436,18    | 21.588,53    | 7.376,52     | 119.127,76        |
| <b>WEN</b>                    | 6.900,46                        | 6.055,78     | 4.616,15     | 1.156,99     | -143,78      | 18.585,60         |
| <b>WNM</b>                    | -41.906,71                      | -22.333,59   | -47.302,43   | -24.798,49   | -19.804,34   | -156.145,56       |
| <b>Total MM\$</b>             | 16.002.987,5                    | 16.501.839,0 | 37.218.481,5 | 16.025.657,1 | 14.730.849,0 | 100.479.815       |

**Fuente - Elaboración Propia a partir de Información Recolectada del Centro de Estadísticas de la Superintendencia de Pensiones, Agosto 2016.**

(\*) Corresponde a la inversión indirecta en el extranjero efectuado por los Fondos de Pensiones a través de los Fondos de inversión y Fondos mutuos extranjeros.

(\*\*) Corresponde a inversiones realizadas en meses distintos a Diciembre de 2014.

## ANEXO N° 3 – INSTRUMENTOS FINANCIEROS UTILIZADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES DE LAS AFP A DICIEMBRE DE 2015.

| Código<br>Instrumento | Tipo de Fondo de Pensión |              |              |              |              | Total MM\$   |
|-----------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | A                        | B            | C            | D            | E            |              |
| ACC                   | 1.770.131,81             | 1.953.482,65 | 3.545.081,00 | 587.874,20   | 149.650,95   | 8.006.220,61 |
| ADR                   | 866,84                   | 4.207,02     | 6.508,77     | 1.362,15     | 0,00         | 12.944,78    |
| AEE                   | 4.989,48                 | 6.253,45     | 9.882,38     | 1.637,61     | 474,50       | 23.237,42    |
| BCA                   | 0,00                     | 2.630,75     | 2.586,85     | 1.026,82     | 0,00         | 6.244,42     |
| BCP                   | 9.315,25                 | 87.102,61    | 408.195,23   | 287.161,25   | 318.958,71   | 1.110.733,05 |
| BCS                   | 3.470,25                 | 4.545,43     | 15.563,14    | 5.699,71     | 6.181,39     | 35.459,92    |
| BCU                   | 39.952,89                | 480.662,15   | 1.780.046,01 | 1.190.658,39 | 1.435.034,22 | 4.926.353,66 |
| BEC                   | 0,00                     | 0,00         | 23.258,05    | 12.917,19    | 11.943,50    | 48.118,74    |
| BEE                   | 1.775,79                 | 9.289,26     | 26.100,51    | 16.740,14    | 5.858,91     | 59.764,61    |
| BEF                   | 234.155,12               | 819.761,42   | 3.524.577,17 | 1.994.324,28 | 2.076.919,03 | 8.649.737,02 |
| BHM                   | 5.420,67                 | 5.420,67     | 56.757,00    | 15.276,33    | 9.636,74     | 92.511,41    |
| BRP                   | 12.579,84                | 23.281,37    | 84.007,67    | 66.387,58    | 39.426,84    | 225.683,30   |
| BSF                   | 101.506,30               | 223.497,99   | 723.094,46   | 309.586,68   | 398.156,79   | 1.755.842,22 |
| BTP                   | 34.995,09                | 474.556,37   | 1.715.788,12 | 1.303.426,87 | 1.392.110,90 | 4.920.877,35 |

| <b>Código<br/>Instrumento</b> | <b>Tipo de Fondo de Pensión</b> |              |              |              |              | <b>Total MM\$</b> |
|-------------------------------|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
|                               | <b>A</b>                        | <b>B</b>     | <b>C</b>     | <b>D</b>     | <b>E</b>     |                   |
| <b>BTU</b>                    | 115.246,06                      | 1.304.865,75 | 5.166.178,17 | 3.632.932,59 | 3.581.938,06 | 13.801.160,6      |
| <b>BVL</b>                    | 548,96                          | 749,35       | 2.472,20     | 8.926,31     | 4.580,04     | 17.276,86         |
| <b>CC2</b>                    | 151.366,02                      | 27.855,39    | 54.746,44    | 64.019,84    | 20.841,75    | 318.829,44        |
| <b>CC3</b>                    | 43.932,86                       | 17.769,74    | 117.786,57   | 10.255,22    | 8.330,64     | 198.075,03        |
| <b>CERO</b>                   | 6.480,22                        | 1.511,71     | 20.661,78    | 6.724,74     | 4.580,31     | 39.958,76         |
| <b>CFID</b>                   | 5.545,53                        | 5.570,24     | 29.329,37    | 8.993,96     | 0,00         | 49.439,10         |
| <b>CFID(*)</b>                | 56.550,55                       | 60.617,92    | 220.587,19   | 73.224,87    | 0,00         | 410.980,53        |
| <b>CFIV</b>                   | 353.589,86                      | 387.134,32   | 766.941,20   | 120.809,37   | 0,00         | 1.628.474,75      |
| <b>CFIV(*)</b>                | 541.089,78                      | 388.080,01   | 723.358,10   | 170.716,36   | 0,00         | 1.823.244,25      |
| <b>CFMD</b>                   | 478,78                          | 798,83       | 11.381,65    | 2.022,84     | 4.813,17     | 19.495,27         |
| <b>CFMD(*)</b>                | 11.521,48                       | 19.596,34    | 72.921,09    | 16.259,01    | 35.872,70    | 156.170,62        |
| <b>CFMV</b>                   | 0,00                            | 1.449,89     | 1.827,28     | 266,08       | 0,00         | 3.543,25          |
| <b>CIEV</b>                   | 1.150,12                        | 95,71        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 1.245,83          |
| <b>CMED</b>                   | 2.452.141,22                    | 2.216.567,05 | 5.129.219,84 | 1.916.089,12 | 170.896,11   | 11.884.913,3      |
| <b>CMEV</b>                   | 7.934.677,10                    | 5.442.906,13 | 7.146.558,46 | 1.513.729,83 | 0,00         | 22.037.871,5      |
| <b>DEB</b>                    | 179.863,73                      | 645.017,96   | 3.129.050,34 | 1.519.474,95 | 1.541.338,63 | 7.014.745,61      |
| <b>DPF</b>                    | 874.452,72                      | 937.210,41   | 1.541.356,97 | 2.017.125,85 | 2.379.774,49 | 7.749.920,44      |

| <b>Código<br/>Instrumento</b> | <b>Tipo de Fondo de Pensión</b> |              |              |              |              | <b>Total MM\$</b> |
|-------------------------------|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
|                               | <b>A</b>                        | <b>B</b>     | <b>C</b>     | <b>D</b>     | <b>E</b>     |                   |
| <b>EBC</b>                    | 181.028,81                      | 207.383,88   | 893.195,38   | 316.638,44   | 259.854,87   | 1.858.101,38      |
| <b>ETFA</b>                   | 2.918.667,38                    | 2.200.150,53 | 3.242.190,83 | 960.859,14   | 563.695,15   | 9.885.563,03      |
| <b>ETFB</b>                   | 0,00                            | 0,00         | 202,29       | 3.348,01     | 0,00         | 3.550,30          |
| <b>FICE</b>                   | 0,00                            | 0,00         | 1.910,71     | 0,00         | 0,00         | 1.910,71          |
| <b>LHF</b>                    | 19.640,08                       | 64.755,28    | 310.443,35   | 102.621,35   | 81.418,95    | 578.879,01        |
| <b>OSAN(**)</b>               | 0,00                            | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00              |
| <b>OTROS</b>                  | 98.376,29                       | 34.604,55    | 28.419,01    | 7.350,99     | 6.371,15     | 175.121,99        |
| <b>PDC(**)</b>                | 0,00                            | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00              |
| <b>PRC</b>                    | 208,80                          | 1.849,10     | 2.784,61     | 1.360,62     | 809,46       | 7.012,59          |
| <b>SET</b>                    | -292,82                         | -292,82      | -317,36      | -36,99       | -415,72      | -1.355,71         |
| <b>SNT</b>                    | 18,93                           | 159,72       | -460,73      | -847,33      | 1.841,28     | 711,87            |
| <b>WEM</b>                    | -4.965,98                       | -1.514,62    | 3.161,60     | -388,25      | 1.180,09     | -2.527,16         |
| <b>WEN</b>                    | -1.330,96                       | -1.434,91    | -15.677,35   | -4.976,97    | -4.583,38    | -28.003,57        |
| <b>WNM</b>                    | -26.912,34                      | -23.594,94   | -3.275,20    | -19.171,45   | -1.663,15    | -74.617,08        |
| <b>Total MM\$</b>             | 18.132.232,5                    | 18.034.553,7 | 40.518.400,1 | 18.242.407,7 | 14.505.827,1 | 109.433.421       |

**Fuente - Elaboración Propia a partir de Información Recolectada del Centro de Estadísticas de la Superintendencia de Pensiones, Agosto 2016.**

(\*) Corresponde a la inversión indirecta en el extranjero efectuado por los Fondos de Pensiones a través de los Fondos de inversión y Fondos mutuos extranjeros.

(\*\*) Corresponde a inversiones realizadas en meses distintos a Diciembre de 2015.

## ANEXO N° 4 – GLOSARIO DE CRITERIOS SOBRE LAS POLITICAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP.

| CRITERIOS                                         | SIGNIFICADO O REFERENCIA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Renta Fija</b>                                 | Concepto definido en Marco Teórico.                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Renta Variable</b>                             | Concepto definido en Marco Teórico                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Riesgo de Crédito (Resguardos y Garantías)</b> | Riesgo por impago de un crédito en el plazo fijado por insolvencia del deudor.                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Riesgo de Mercado</b>                          | Riesgo a las pérdidas del valor de un activo asociado a la fluctuación de su precio en el mercado                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Riesgo de Liquidez</b>                         | Pérdida de la capacidad de una institución para hacer frente a sus compromisos contractuales y obtener los recursos necesarios con el fin de llevar a cabo sus estrategias de negocio a un costo aceptable.                                                                                                                                       |
| <b>Riesgo Accionario</b>                          | Las acciones son sensibles a más variables que el resto de las inversiones. En el largo plazo, su valor dependerá principalmente del desempeño de la compañía y del sector de la economía en el cual basa sus operaciones.                                                                                                                        |
| <b>Riesgo de Instrumento Derivado</b>             | Es el riesgo que al momento de ejercer la compra de un determinado activo (bienes físicos, commodities, monedas o instrumentos financieros) pierda el valor fijado en el momento de la negociación generando un pago mayor a lo que ofrece el mercado, o bien, el pago de una comisión por no haber ejercido la opción de compra de dicho activo. |

| CRITERIOS                                                                                                          | SIGNIFICADO O REFERENCIA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Riesgo Operacional (Control Interno, RRHH, Sistema de Información y control, Subcontratación de servicios.)</b> | Es la posibilidad de pérdida debido a la inadecuación o fallos en los procesos internos, el personal, tecnología y sistemas internos o bien derivado de circunstancias externas. En esta clase de riesgos también se suelen incluir los de naturaleza jurídica; el riesgo legal derivado de deficiencias en los contratos de las operaciones y los regulatorios como consecuencia del incumplimiento de obligaciones legales. |
| <b>Riesgo Legal y de Cambios Normativos</b>                                                                        | El congreso tiene la autoridad de cambiar o crear leyes que pueden afectar sectores o el mercado. Al invertir es necesario tener en consideración las leyes pendientes que al ser promulgadas puedan repercutir negativamente en el título valor seleccionado.                                                                                                                                                                |
| <b>Rentabilidad Deseada o Retorno esperado</b>                                                                     | El mínimo beneficio necesario para justificar una inversión                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Inversión a Corto Plazo</b>                                                                                     | Gasto en activos no operacionales que una empresa realiza durante un periodo corto de tiempo, generalmente menos de un año,                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Inversión a Largo Plazo</b>                                                                                     | Gasto en activos no operacionales que una empresa realiza durante un periodo largo de tiempo, generalmente más de un año,                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Tipo de Monedas (Inversiones en Moneda Local o Extranjeras, en UF o UTM</b>                                     | Definido en Marco Teórico.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Costos Asociados</b>                                                                                            | Definido en Marco Teórico.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

| CRITERIOS                                     | SIGNIFICADO O REFERENCIA                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Estado de la Economía</b>                  | Se le conoce como las condiciones favorables o desfavorables existentes en un tiempo / espacio determinado, consecuencia del cambio en una gran cantidad de variables económicas.                                                  |
| <b>Inversión Nacional</b>                     | Compra de activos concretos dentro del territorio, como sociedades o inmuebles.                                                                                                                                                    |
| <b>Inversión en el Extranjero</b>             | Compra de activos concretos desde el exterior, como sociedades o inmuebles.                                                                                                                                                        |
| <b>Intermediarios</b>                         | Personas o Sociedades que compran mercancías con objeto de volverla a vender, obteniendo beneficio; puede suceder que no llegue a poseer la mercancía, solamente actuando de intermediario.                                        |
| <b>Tasa de Interés Actuales y proyectadas</b> | Hace referencia al costo que tiene un crédito o bien a la rentabilidad de los ahorros. Se trata de un término que, por lo tanto, permite describir al provecho, utilidad, valor o la ganancia de una determinada cosa o actividad. |
| <b>Prestamos de Activos</b>                   | Transferencia electrónica de instrumentos financieros que un inversionista en su calidad de prestamista le hace a un prestatario a cambio de un premio y bajo ciertas condiciones predefinidas contractualmente.                   |
| <b>Tipo de Cambio</b>                         | Precio de una moneda en moneda de otro país. Los tipos de cambio fluctúan a causa de las leyes del mercado, la política monetaria, etc.                                                                                            |
| <b>Historial de Inversión</b>                 | Por historial se entiende a la relación detallada y ordenada que se hace sobre el desarrollo de una actividad o sobre la carrera de una persona, en especial de un funcionario.                                                    |

| CRITERIOS                                                           | SIGNIFICADO O REFERENCIA                                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Revisión Índices y ratios de empresas potenciales a invertir</b> | Números que sirve para indicar el comportamiento de una o más variables relacionadas: Los índices o ratios financieros son iguales a los coeficientes que se calculan como relación entre diversos componentes de un estado financiero (activos, pasivos, capital, etc.) |
| <b>Reuniones con potenciales inversionistas</b>                     | Finalidad es recibir un factor clave que contribuya con la mejora de las inversiones, con el objetivo de generar un equilibrio que signifique mayor rentabilidad y un menor riesgo.                                                                                      |
| <b>Límites de Inversión</b>                                         | Definido en Marco Teórico.                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Inversión Directa</b>                                            | Es aquella en la que el inversionista adquiere directamente un derecho sobre un valor o propiedad. Por ejemplo; La compra de acciones, bonos, etc.                                                                                                                       |
| <b>Inversión Indirecta</b>                                          | Es aquella en la que se realiza en una cartera o grupo de valores o propiedades. Por ejemplo: La compra de un fondo mutuo o un fondo de inversión.                                                                                                                       |
| <b>Elección de Clases de Activos</b>                                | Como regla general se evalúa el aumento o reducción en la exposición de cada clase de activo de acuerdo a las expectativas de retorno de la inversión y su aporte al riesgo relativo del fondo.                                                                          |
| <b>Adecuada Diversificación de los Instrumentos</b>                 | Repartir adecuadamente el capital o dinero disponible para inversiones en distintos medios de inversión, acciones, bonos, cuotas de fondos mutuos, cuotas de fondos de inversión, etc.                                                                                   |
| <b>Invertir en entidad autorizadas por los entes fiscalizadores</b> | Genera compromiso con la normativa establecida, ya que se evita beneficios económicos que podrían ser manipulados por un grupo de interés.                                                                                                                               |

| CRITERIOS                                                | SIGNIFICADO O REFERENCIA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Flujos y Volúmenes de Transacciones en el Mercado</b> | Cantidad de operaciones de diverso tipo que se realiza entre dos o más partes y que supone el intercambio de bienes o servicios a cambio del capital correspondiente.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Análisis y comparación otras AFP</b>                  | <p>Las AFP compiten entre sí en la administración de los ahorros previsionales obligatorios, y entre ellas y con otras instituciones financieras en la administración de los ahorros previsionales voluntarios (APV). Cada AFP compite en cuatro niveles:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Las comisiones que cobra a sus afiliados;</li> <li>b) Los resultados financieros (rentabilidad y riesgo) que logra en la inversión de los ahorros previsionales de sus afiliados;</li> <li>c) Los servicios prestados a los afiliados, y;</li> <li>d) Los esfuerzos por atraer a afiliados desde otras AFP y empresas financieras que ofrecen APV.</li> </ul> |

**Fuente – Diccionario de Administración y Finanzas, Políticas de Inversión de AFP y Superintendencia de Pensiones.**