



SERIE REGULACIONES COMPARADAS

**Fondos de Pensiones:
DERECHOS Y RESPONSABILIDADES DE LAS
ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES EN LAS
EMPRESAS EN LAS CUALES INVIERTEN LOS FONDOS DE
PENSIONES¹**

Santiago, Octubre 2011

¹ Elaborado por el asesor Rodrigo Acuña, para la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).

Contenido

<i>Resumen Ejecutivo</i>	2
<i>I. Introducción</i>	11
<i>II. Resultados</i>	12
1. Bolivia.....	12
2. Bulgaria.....	13
3. Chile	14
4. Colombia.....	21
5. Costa Rica	24
6. Curaçao.....	25
7. El Salvador	26
8. Honduras	27
9. Kazajstán	28
10. México	30
11. Panamá.....	32
12. Perú	33
13. Polonia.....	36
14. República Dominicana.....	38
15. Rumania.....	40
16. Ucrania.....	42
17. Uruguay.....	43
<i>III. Estructura de inversión de los Fondos de Pensiones</i>	44
<i>Anexos</i>	45

Resumen Ejecutivo

El objetivo de este documento de regulaciones comparadas es efectuar un diagnóstico de los derechos y las responsabilidades que tienen las administradoras de fondos de pensiones en las empresas donde han invertido los recursos previsionales, y de las condiciones y restricciones que les impone la normativa y los gobiernos corporativos para ejercer dichos derechos y cumplir con sus responsabilidades.

El documento inicia la descripción de la normativa comparada presentando los objetivos generales de la inversión de los fondos de pensiones en los diferentes países. Con excepción de Kazajstán, todas las leyes plantean mandatos generales a las administradoras, que se establecen de diferentes maneras, pero en general se les obliga a invertir los recursos previsionales en el mejor interés de los afiliados y beneficiarios y/o buscando la maximización, equilibrio o adecuada rentabilidad, seguridad, diversificación y liquidez de los fondos de pensiones.

Llama la atención que en algunos países se incorporan al mandato otros objetivos que no están relacionados directamente con los resultados de los fondos de pensiones. Por ejemplo, en Costa Rica, la normativa señala que, sin menoscabo de la seguridad, rentabilidad, liquidez y el interés de los afiliados, la Superintendencia debe procurar la inversión en instrumentos que permitan la participación de los afiliados en la propiedad de los factores de producción y una estructura de inversiones orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para los trabajadores. En México, las administradoras deben considerar también el incremento del ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo, y las inversiones deben canalizarse preponderantemente a fomentar la actividad productiva nacional, generación de empleo, construcción de viviendas, desarrollo de infraestructura estratégica del país y el desarrollo regional. Por otra parte, en República Dominicana, el objetivo de las inversiones debe ser la obtención de una rentabilidad real para los afiliados y cualquier otro destino es ilegal, pero, en igualdad de rentabilidad y riesgos, las AFP deben priorizar actividades que optimicen el impacto en la generación de empleos, construcción de viviendas y la promoción de actividades industriales y agropecuarias.

En cuanto a los derechos y las responsabilidades que tienen las administradoras de fondos de pensiones en las empresas donde invierten los recursos previsionales, nueve países de un total de diecisiete analizados, no tienen disposiciones en la ley previsional que hagan referencia a este tema. Es posible que existan otras leyes y/o normas complementarias que establezcan regulaciones respecto a estas materias.

Cuando la ley del sistema de pensiones u otras regulaciones establecen normas referidas a la actuación de las administradoras en las empresas en que invierten los fondos, el alcance de dichas normas difiere entre países. Las principales disposiciones incorporadas en algunas de las regulaciones se refieren a las siguientes materias:

- Obligación de ejercer los derechos políticos que correspondan (en algunos casos se aplica sólo cuando la inversión es relevante – Colombia y República Dominicana-).

- Definición de una política aprobada por las juntas directivas de las administradoras para el ejercicio de estos derechos y documentación de las instrucciones que se impartan a los representantes en el ejercicio de tales derechos.
- Obligación de concurrir a las juntas de accionistas y de tenedores de bonos de empresas y asambleas de fondos, con el deber de participar en la elección de las juntas directivas y/o de pronunciarse sobre las materias tratadas.
- Obligación de información de las actuaciones a las entidades supervisoras.
- Definición de requisitos y normas para la elección de los candidatos a director de las empresas y sanciones en caso de incumplimiento.
- Creación de un registro de directores en la entidad fiscalizadora.
- Condiciones que deben cumplir los representantes de las administradoras para prevenir potenciales conflictos de interés.
- Autorización para actuar concertadamente en la elección de los representantes de los fondos de pensiones.
- Prohibición de tener injerencia en la administración de las sociedades y de controlar la gestión de los miembros de las juntas directivas que hayan apoyado.
- Derecho a retiro de empresas del Estado si se cumplen ciertas condiciones.
- Autorización para suscribir acuerdos judiciales y extra judiciales para evitar perjuicios a los fondos de pensiones.
- Obligación de iniciar acciones legales contra quienes causen perjuicio a los fondos de pensiones.
- Velar porque los emisores que reciban inversión de los fondos de pensiones cuenten con estándares de gobierno corporativo.

Destaca el caso de Costa Rica, donde los representantes de las administradoras en las asambleas no pueden votar en la elección de la junta directiva de las sociedades, y en las votaciones no se toman en cuenta las acciones que son propiedad de los fondos.

Finalmente, el documento presenta antecedentes relativos a la normativa de gobiernos corporativos de las empresas y al grado de protección del inversionista en los diferentes países, basado en evaluaciones realizadas por la Corporación Financiera Internacional y el Banco Mundial para el año 2011. En general, se puede señalar que la calificación de los diferentes países analizados es media, lo que muestra que se han realizado progresos, pero

que faltan avances importantes para lograr un buen ambiente de gobiernos corporativos y una adecuada protección a los inversionistas.

En promedio, la evaluación relativa es inferior en las responsabilidades que tiene el directorio por sus actuaciones (promedio de 4,0 en una escala de 0 a 10), y mejor en la transparencia de la información (5,5) y poder de los accionistas (6,6), aunque existen amplias diferencias entre países. Destaca la buena calificación general de Colombia (8,3) y las bajas calificaciones de Honduras (3,0), Bolivia (4,0) y El Salvador (4,3).

Responsabilidades de las administradoras de fondos de pensiones en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones (Octubre 2011)

Materia	Bolivia	Bulgaria	Chile
Objetivo de la administración de las inversiones	Fondos deben ser invertidos en el mejor interés de los afiliados, con el cuidado exigible a un padre de familia y de acuerdo a principios de seguridad, liquidez, rentabilidad y diversificación.	Debido cuidado y de acuerdo a principios de seguridad, liquidez, rentabilidad y diversificación, en el mejor interés de los afiliados.	Obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad, atendiendo exclusivamente el interés de los afiliados.
Responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos (1)	-	-	<p>Concurren a juntas de accionistas y tenedores de bonos de empresas y a asambleas de aportantes de fondos de inversión, con el deber de pronunciarse en las materias tratadas.</p> <p>Existen requisitos y normas para elección de candidatos a director en empresas donde los fondos invierten; éstos deben estar inscritos en un registro de la Superintendencia.</p> <p>También existen condiciones que deben cumplir los candidatos a directores para evitar conflictos de interés.</p> <p>Administradoras pueden actuar concertadamente, pero no pueden participar o tener injerencia en la administración de las sociedades.</p> <p>Existe derecho a retiro en empresas controladas por el Estado.</p> <p>Administradoras pueden celebrar transacciones y compromisos judiciales y extrajudiciales, avenimientos, prórrogas y novaciones para evitar perjuicios a los fondos por incumplimientos en el pago de títulos de deuda.</p> <p>Administradoras deben iniciar acciones legales contra quienes causen perjuicio a los fondos, con un procedimiento sumario.</p>
Grado de protección al inversionista(2)	<p>Protección general: 4</p> <p>Transparencia de la información: 1</p> <p>Responsabilidad del directorio: 5</p> <p>Poder de demanda accionistas: 6</p>	<p>Protección general: 6</p> <p>Transparencia de la información: 10</p> <p>Responsabilidad del directorio: 1</p> <p>Poder de demanda accionistas: 7</p>	<p>Protección general: 6,3</p> <p>Transparencia de la información: 8</p> <p>Responsabilidad del directorio: 6</p> <p>Poder de demanda accionistas: 5</p>

(1) Sólo se incluyen aquellas responsabilidades que tienen relación directa con la representación de los afiliados en las empresas en que invierten los fondos de pensiones, señaladas explícitamente en las leyes de pensiones y no a responsabilidades fiduciarias que pudiesen estar definidas en otras leyes, salvo cuando se ha recibido información de las mismas asociaciones.

(2) Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011. Escala de 0 a 10, donde mayor puntuación refleja mayor protección al inversionista.

Responsabilidades de las administradoras de fondos de pensiones en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones (Octubre 2011)

Materia	Colombia	Costa Rica	Curaçao
Objetivo de la administración de las inversiones	Con el fin de garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los deben invertir en las condiciones y límites que establezca el Gobierno Nacional, los cuales deben considerar, entre otros, tipos y porcentajes de activos admisibles según el nivel de riesgo.	Equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, para el provecho de los afiliados. Sin menoscabo de lo anterior, Superintendencia debe procurar inversión en instrumentos que permitan participación de afiliados en propiedad de factores de producción, y una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para los trabajadores.	Administradoras deben invertir los fondos de pensiones con el objetivo de obtener una rentabilidad real que incremente las pensiones o capitales de pensión de los afiliados.
Responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos (1)	Aunque no está establecido en la ley, las AFP tienen las siguientes obligaciones: (i) Ejercer los derechos políticos que correspondan a las inversiones realizadas con los fondos de pensiones obligatorios, cuando la participación de los cuatro fondos se entienda como “relevante”; (ii) Velar porque siempre prevalezca el interés de los afiliados y ejercer los derechos políticos de conformidad con una política aprobada por su Junta Directiva; (iii) Documentar los análisis e instrucciones que impartan a sus representantes para el ejercicio de los derechos políticos; (iv) Participar en la elección de miembros de Junta Directiva de los emisores de valores en los que invierten; (v) No controlar la gestión de los miembros de la Junta Directiva cuya elección promueva o apoye; y (vi) Velar porque los emisores que reciban inversión de los fondos de pensiones obligatorios cuenten con estándares de gobierno corporativo que cumplan con las políticas internas de las AFP.	Administradora ejerce derechos societarios inherentes a las acciones de las sociedades que son de los fondos. Ninguno de los socios o funcionarios de la administradora puede ser elegido miembro de la junta directiva de dichas sociedades, ni ser nombrado fiscal de las mismas. Representante de la administradora en la asamblea no puede votar en la elección de la junta directiva de las sociedades; no se toman en cuenta las acciones que son propiedad de los fondos.	Sin información.
Grado de protección al inversionista (2)	Protección general: 8,3 Transparencia de la información: 8 Responsabilidad del directorio: 8 Poder de demanda accionistas: 9	Protección general: 3 Transparencia de la información: 2 Responsabilidad del directorio: 5 Poder de demanda accionistas: 2	Sin información.

(1) Sólo se incluyen aquellas responsabilidades que tienen relación directa con la representación de los afiliados en las empresas en que invierten los fondos de pensiones, señaladas explícitamente en las leyes de pensiones y no a responsabilidades fiduciarias que pudiesen estar definidas en otras leyes, salvo cuando se ha recibido información de las mismas asociaciones.

(2) Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011. Escala de 0 a 10, donde mayor puntuación refleja mayor protección al inversionista.

Responsabilidades de las administradoras de fondos de pensiones en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones (Octubre 2011)

Materia	El Salvador	Honduras	Kazajstán
Objetivo de la administración de las inversiones	Obtención de una adecuada rentabilidad en condiciones de seguridad, liquidez y diversificación de riesgo; cualquier otro objetivo es contrario a los intereses de los fondos de pensiones.	Responsabilidad absoluta de las AFP, como fiel garante de los recursos patrimoniales que se les han confiado.	Obtención de rentabilidad en el interés de los afiliados.
Responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos (1)	Administradoras pueden celebrar contratos con los emisores que obliguen a estos últimos a: comprar o sustituir los valores adquiridos si se cumplen las condiciones pactadas; definir mecanismo de cálculo de precio o sustitución de valores; y establecer plazo y forma de ejecución de la transacción.	-	-
Grado de protección al inversionista (2)	Protección general: 4,3 Transparencia de la información: 5 Responsabilidad del directorio: 2 Poder de demanda accionistas: 6	Protección general: 3 Transparencia de la información: 0 Responsabilidad del directorio: 5 Poder de demanda accionistas: 4	Protección general: 6 Transparencia de la información: 8 Responsabilidad del directorio: 1 Poder de demanda accionistas: 9

(1) Sólo se incluyen aquellas responsabilidades que tienen relación directa con la representación de los afiliados en las empresas en que invierten los fondos de pensiones, señaladas explícitamente en las leyes de pensiones y responsabilidades fiduciarias que pudiesen estar definidas en otras leyes, salvo cuando se ha recibido información de las mismas asociaciones.

(2) Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011. Escala de 0 a 10, donde mayor puntuación refleja mayor protección al inversionista.

Responsabilidades de las administradoras de fondos de pensiones en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones (Octubre 2011)

Materia	México	Panamá	Perú
<p>Objetivo de la administración de las inversiones</p>	<p>Adecuada rentabilidad y seguridad, atendiendo exclusivamente al interés de los trabajadores. Incrementar el ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo acorde al sistema de pensiones. Inversiones deben canalizarse preponderantemente a fomentar la actividad productiva nacional, generación de empleo, construcción de viviendas, desarrollo de infraestructura estratégica del país y desarrollo regional.</p>	<p>Administradoras deben actuar atendiendo a los principios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia monetaria (2/3 de inversiones deben realizarse en la moneda en que se pagan las prestaciones).</p>	<p>Fondo 1: Preservación del capital, buscando un crecimiento estable con baja volatilidad. Fondo 2: Mixto, buscando un crecimiento moderado con volatilidad media. Fondo 3: Apreciación del capital, buscando un alto nivel de crecimiento del fondo con alta volatilidad.</p>
<p>Responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos (1)</p>	<p>-</p>	<p>No existe normativa en esta materia.</p>	<p>Designación de representantes que ejerzan a nombre de los fondos los derechos y obligaciones en acciones y valores que otorguen derechos patrimoniales, sujetos a prácticas de buen gobierno corporativo y propiciando que éstas sean adoptadas en las empresas. Obligación de pronunciarse en las asambleas, dejando constancia de sus votos. Superintendencia reglamenta condiciones que deben cumplir representantes, reglas de elección de directores en sociedades y sanciones Impedimento de votar por candidatos que sean accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una administradora.</p>
<p>Grado de protección al inversionista(2)</p>	<p>Protección general: 6 Transparencia de la información: 8 Responsabilidad del directorio: 5 Poder de demanda accionistas: 5</p>	<p>Protección general: 4,7 Transparencia de la información: 1 Responsabilidad del directorio: 4 Poder de demanda accionistas: 9</p>	<p>Protección general: 6,7 Transparencia de la información: 8 Responsabilidad del directorio: 5 Poder de demanda accionistas: 7</p>

(1) Sólo se incluyen aquellas responsabilidades que tienen relación directa con la representación de los afiliados en las empresas en que invierten los fondos de pensiones, señaladas explícitamente en las leyes de pensiones y en responsabilidades fiduciarias que pudiesen estar definidas en otras leyes, salvo cuando se ha recibido información de las mismas asociaciones.

(2) Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011. Escala de 0 a 10, donde mayor puntuación refleja mayor protección al inversionista.

Responsabilidades de las administradoras de fondos de pensiones en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones (Octubre 2011)

Materia	Polonia	República Dominicana	Rumania
<p>tipo de la administración de las inversiones</p>	<p>Búsqueda de la maximización de la tasa de rentabilidad y seguridad.</p>	<p>Obtención de una rentabilidad real que incremente las cuentas de los afiliados; es ilegal cualquier otro destino. En igualdad de rentabilidad y riesgos, AFP debe priorizar actividades que optimicen el impacto en generación de empleos, construcción de viviendas y promoción de actividades industriales y agropecuarias.</p>	<p>Realización de inversiones a favor de los intereses de los afiliados y beneficiarios, garantizando su seguridad, calidad, liquidez y rentabilidad, de una manera adecuada a la naturaleza y duración de los derechos de los afiliados y beneficiarios.</p>
<p>Responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos (1)</p>		<p>AFP deben definir políticas para votación en elección de directores de sociedades, para evitar conflictos de interés. AFP, en representación de fondos, deben pertenecer al Consejo de Directores cuando la inversión supere el 10% del emisor. AFP deben concurrir a asambleas de accionistas y tenedores de títulos de deuda, debiendo emitir voto, salvo que inversión sea inferior al 3% del emisor. Personas que representen a las AFP deben ser nombradas por el Consejo de Directores de la administradora. AFP pueden realizar transacciones, convenios judiciales, prórroga, renovaciones y otros compromisos a fin de proteger la solvencia, liquidez y rentabilidad de los instrumentos. También pueden participar con derecho a voz y voto en juntas de acreedores o procedimientos concursables.</p>	<p>Administradoras ejercen a favor de los afiliados el derecho a votar en las asambleas de accionistas. Voto debe ser emitido en el mejor interés de los afiliados y beneficiarios.</p>
<p>Grado de protección al inversionista (2)</p>	<p>Protección general: 6 Transparencia de la información: 7 Responsabilidad del directorio: 2 Poder de demanda accionistas: 9</p>	<p>Protección general: 5,7 Transparencia de la información: 5 Responsabilidad del directorio: 4 Poder de demanda accionistas: 8</p>	<p>Protección general: 6 Transparencia de la información: 9 Responsabilidad del directorio: 5 Poder de demanda accionistas: 4</p>

(1) Sólo se incluyen aquellas responsabilidades que tienen relación directa con la representación de los afiliados en las empresas en que invierten los fondos de pensiones, señaladas explícitamente en las leyes de pensiones y responsabilidades fiduciarias que pudiesen estar definidas en otras leyes, salvo cuando se ha recibido información de las mismas asociaciones.

(2) Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011. Escala de 0 a 10, donde mayor puntuación refleja mayor protección al inversionista.

Responsabilidades de las administradoras de fondos de pensiones en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones (Octubre 2011)

Materia	Ucrania	Uruguay
Objetivo de la administración de las inversiones	Obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad, exclusivamente resguardando el mejor interés de los afiliados (tercer pilar).	Realización de las inversiones con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y compatibilidad de plazos, de acuerdo con la finalidad de los fondos.
Responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos (1)	Todavía no funciona el segundo pilar.	Administradoras deben asistir a las asambleas ordinarias y extraordinarias de titulares de obligaciones negociables, cuota partes de fondos de inversión cerrados o títulos financieros representativos de fideicomisos financieros de oferta pública. Deben informar al Banco Central los temas tratados y las resoluciones adoptadas por las asambleas a las que hayan asistido.
Grado de protección al inversionista(2)	Protección general: 4,7 Transparencia de la información: 5 Responsabilidad del directorio: 2 Poder de demanda accionistas: 7	Protección general: 5 Transparencia de la información: 3 Responsabilidad del directorio: 4 Poder de demanda accionistas: 8

(1) Sólo se incluyen aquellas responsabilidades que tienen relación directa con la representación de los afiliados en las empresas en que invierten los fondos de pensiones, señaladas explícitamente en las leyes de pensiones y no a responsabilidades fiduciarias que pudiesen estar definidas en otras leyes, salvo cuando se ha recibido información de las mismas asociaciones.

(2) Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011. Escala de 0 a 10, donde mayor puntuación refleja mayor protección al inversionista.

I. Introducción

El objetivo de este documento de regulaciones comparadas es efectuar un diagnóstico de los derechos y las responsabilidades que tienen las administradoras de fondos de pensiones en las empresas donde han invertido los recursos previsionales, y de las condiciones y restricciones que les impone la normativa y los gobiernos corporativos para ejercer dichos derechos y cumplir con sus obligaciones.

El documento describe las responsabilidades y los derechos que tienen las administradoras de fondos de pensiones en las empresas, fondos mutuos, fondos de inversión y otras entidades receptoras de recursos donde se invierten los recursos previsionales. En cada país se inicia la descripción con la presentación de antecedentes relativos a los objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones y a las responsabilidades generales que asumen las entidades administradoras. La información incorporada al estudio se basa en la normativa que está definida en las leyes y regulaciones complementarias que rigen los sistemas de pensiones de capitalización individual en los diferentes países. No se ha revisado otro tipo de legislación, como ley de valores y de sociedades, que deben contener normas aplicables a los inversionistas en general, entre ellos a los fondos de pensiones. Cuando no se presenta la información, se debe a que no se encontró ninguna referencia a los temas estudiados en la normativa.

También se decidió incorporar comentarios generales de los gobiernos corporativos en cada país y un indicador de protección al inversionista, con el propósito de tener una visión del contexto en que se realizan las inversiones de los fondos de pensiones. Finalmente, se entregan antecedentes de la estructura de inversión de los recursos previsionales (en los países en los cuales se cuenta con esta información), para apreciar la importancia de las inversiones en renta variable o de carácter patrimonial de los fondos, que le dan mayor relevancia a la existencia de derechos y obligaciones de las administradoras y a los gobiernos corporativos.

Los antecedentes del estudio se pueden complementar a futuro con información de los socios, en cuanto a las actividades desarrolladas por las administradoras de fondos de pensiones para administrar y controlar mejor las inversiones en las empresas, más allá de lo establecido en la regulación. Por ejemplo, como se puede ver en la sección de Bulgaria, algunas compañías son muy activas en la protección de los intereses de sus afiliados, aún cuando no están obligadas a hacerlo de acuerdo con la legislación. Una situación similar se puede dar en otros países.

Se recibieron comentarios de las Asociaciones Gremiales² de los distintos países incluidos en el estudio, que permitieron corregirlo y mejorarlo. Agradecemos este apoyo brindado.

² En el presente informe, se incluyeron comentarios de los socios FIAP hasta octubre de 2011.

II. Resultados

1. Bolivia³

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

Los recursos de los fondos de pensiones deben ser administrados por las AFP en el mejor interés de los afiliados, con el cuidado exigible a un “buen padre de familia”, y de acuerdo a principios de seguridad, liquidez, rentabilidad y diversificación. Para ello, las AFP deben invertir los fondos en las condiciones y con sujeción a los límites que establezca la entidad encargada de la regulación y supervisión del sistema de pensiones (actual Autoridad de Fiscalización y Control Social de Pensiones y Seguros – APS).

En este contexto, las AFP están obligadas a buscar la adecuada rentabilidad y seguridad, con arreglo al principio de distribución de riesgos, preservando siempre el interés e integridad del patrimonio de los fondos. Las AFP están obligadas, en todo momento, a respetar y hacer prevalecer los intereses de los fondos sobre los suyos propios. Ante un potencial conflicto de intereses, es responsabilidad de la AFP consultar con la actual APS para la aprobación o rechazo de la acción generadora de conflicto, antes de decidirla.

Las AFP deben efectuar todas las gestiones que sean necesarias para precautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los fondos que administran. En cumplimiento de sus funciones, deben atender prioritariamente el interés de los fondos y asegurar que todas las operaciones de adquisición y enajenación de títulos con recursos de los mismos se realicen con dichos objetivos.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por los perjuicios causados a éstos

Corresponde a cada AFP administrar los fondos en la forma que indica la Ley, sus reglamentos y las disposiciones generales que emita la entidad encargada de la supervisión y regulación del sistema de pensiones (actual APS). Las AFP deben realizar todas sus actividades y cumplir con su objeto social único, con el cuidado exigible a un “buen padre de familia”, bajo la regulación y supervisión permanente de la APS.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas.

Las normas complementarias a la Ley definen los límites de inversión por tipo genérico de instrumento, por emisor, por categoría y niveles de riesgo, y por liquidez, además del tratamiento de los excesos de inversión, transacciones, custodia, conflictos de interés y operaciones no autorizadas. Sin embargo, no contienen normas específicas referidas a las responsabilidades y derechos que tienen las administradoras de fondos de pensiones en las empresas donde invierten los recursos previsionales.

³ Esta información fue recibida directamente de la Asociación Boliviana de Administradoras de Fondos de Pensiones, a quienes se agradece su colaboración.

Por otra parte, de acuerdo con el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial⁴, Bolivia tiene una puntuación de 4,0 en una escala de 0 a 10⁵, inferior al promedio de 5,1 de los países de América Latina y El Caribe. El país tiene regulares evaluaciones en cuanto al poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (6) y en el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (5), pero una muy pobre puntuación en cuanto a la transparencia de la información (1).

2. Bulgaria⁶

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

Los recursos de los fondos de pensiones deben ser administrados por las compañías de seguros de retiro en el mejor interés de los afiliados, con el debido cuidado y de acuerdo a principios de seguridad, liquidez, rentabilidad y diversificación.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las compañías de seguros de retiro son responsables de cualquier pérdida que se registre en los ahorros de los afiliados, como resultado del cumplimiento con mala fe de las obligaciones relativas a la administración y representación de los fondos de pensiones.

Los intereses de los afiliados a los fondos son representados por una Junta Fiduciaria, integrada por representantes de las empresas y trabajadores y un representante de las compañías de seguros de retiro. Los derechos y obligaciones de la Junta son regulados por el Consejo de Ministros a sugerencia de la Comisión de Supervisión Financiera. Las propuestas y decisiones de la Junta Fiduciaria tienen naturaleza asesora para las compañías de seguros de retiro.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas⁷

En lo que se refiere específicamente a los fondos de pensiones, de acuerdo con la legislación de Bulgaria las administradoras de fondos de pensiones tienen el derecho, pero no la obligación, de participar en las juntas de accionistas y tenedores de bonos de las empresas en las cuales los fondos de pensiones han invertido, emitir un voto y expresar una opinión respecto a las materias tratadas. Algunas compañías de seguros de retiro conocen estos derechos y son muy activas en su ejecución para proteger los intereses de sus afiliados. En algunos casos el voto de las administradoras ha sido crucial para los resultados de las juntas de accionistas y tenedores de bonos.

⁴ Fuente: Doing Business, Measuring Business Regulation. International Finance Corporation and World Bank. Year 2011.

⁵ Un puntaje más alto refleja una mejor protección al inversionista.

⁶ Social Insurance Code, Part Two, Supplementary Social Insurance.

⁷ Bulgarian National Code for Corporate Governance. October 2007.

En términos más generales, las normas de gobierno corporativo están definidas en la Ley de Oferta Pública de Valores. Sin embargo, el desarrollo del mercado de capitales, los requerimientos de los inversionistas, la acumulación de experiencia y el acceso a la Unión Europea incrementaron la necesidad de avanzar más en los gobiernos corporativos. Es así como durante el año 2007 se elaboró el Código Nacional de Gobierno Corporativo, con la participación de representantes de las empresas, la bolsa de valores, el gobierno, la comunidad académica, expertos nacionales e internacionales y organizaciones sociales. El Código tomó en consideración y complementó la legislación búlgara. Se trata de recomendaciones dirigidas a empresas búlgaras que se transan en bolsa y que deberían ser también implementadas por compañías que se están abriendo al público. El Código se implementó tomando en cuenta el principio de “cumplir o explicar”, que se aplica en los estados miembros de la Unión Europea. Esto significa que las empresas deben cumplir con el Código, y si no lo hacen deben explicar e informar las razones del incumplimiento. La racionalidad y estructura del Código sigue los principios de gobiernos corporativos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Por otra parte, de acuerdo con el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, Bulgaria tiene una puntuación de 6,0 en una escala de 0 a 10, similar al promedio de los países de OCDE y superior al promedio de 5,1 de los países de América Latina y El Caribe. El país tiene el máximo de calificación en transparencia de la información (10) y una buena evaluación en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (7), pero una muy pobre puntuación en el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (1) (Anexo N° 2).

3. Chile⁸

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

Las inversiones que se efectúan con recursos de los fondos de pensiones deben tener como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considera contrario a los intereses de los afiliados y constituye un incumplimiento grave de las obligaciones de las administradoras.

Las AFP deben efectuar todas las gestiones que sean necesarias para cautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los fondos que administran. En cumplimiento de sus funciones, deben atender exclusivamente al interés de los fondos y asegurar que todas las operaciones de adquisición y enajenación de títulos con recursos de los mismos se realicen con dichos objetivos.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las administradoras son responsables por los perjuicios causados a cualquiera de los fondos de pensiones con ocasión del encargo de administración de cartera, y responden hasta de la

⁸ D.L. 3.500.

culpa leve por dichos perjuicios causados por el incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones.

Además, las AFP están obligadas a indemnizar a los fondos que administran por los perjuicios directos que ellas, cualquiera de sus directores, dependientes o personas que le presten servicios les causen, como consecuencia de la ejecución u omisión de las actuaciones que les corresponden. Las personas antes mencionadas que participen en tales actuaciones son solidariamente responsables de esta obligación, que incluye el daño emergente y el lucro cesante. La Superintendencia puede entablar, en beneficio del fondo, las acciones legales que estime pertinentes para obtener las indemnizaciones que correspondan en virtud de la referida obligación.

Con el objeto de velar por el cumplimiento de las disposiciones antes mencionadas y por el acatamiento de las prohibiciones que les impone la Ley, la Superintendencia determina la información que deben mantener las AFP y el archivo de registros que deben llevar, en relación a las transacciones propias, las que efectúen con sus personas relacionadas y las de los fondos que administran. Previo a la transacción de un instrumento por parte de una administradora, ésta está obligada a registrar si lo hace a nombre propio o por cuenta del fondo de pensiones que corresponda. Los auditores externos de las AFP deben pronunciarse acerca de los mecanismos de control interno que éstas se imponen para velar por el fiel cumplimiento de las disposiciones señaladas y el acatamiento de las prohibiciones estipuladas en la Ley, como también sobre los sistemas de información y archivo para registrar el origen, destino y oportunidad de las transacciones que se efectúen con los recursos de los fondos de pensiones.

Adicionalmente, las AFP son responsables por los perjuicios que causen a los afiliados en sus cuentas de capitalización individual producto del no cumplimiento oportuno de sus obligaciones legales, así como de las instrucciones que les den los afiliados en el ejercicio de sus derechos establecidos en la Ley. Una vez acreditado el incumplimiento y habiéndose producido una pérdida de rentabilidad en alguna de las cuentas del afiliado, la AFP debe realizar la compensación correspondiente, y si no lo hace la Superintendencia puede ordenar la restitución de dicha pérdida a la cuenta de capitalización individual respectiva. En este último caso, la administradora puede reclamar en contra de tal determinación.

Finalmente, los directores de una administradora, sus controladores, sus gerentes, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de las inversiones de los recursos de un fondo que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado y que por su naturaleza sea capaz de influir en las cotizaciones de los valores de dichas inversiones, deben guardar estricta reserva respecto de esa información. Asimismo, se prohíbe a las personas mencionadas valerse directa o indirectamente de la información reservada, para obtener para sí o para otros, distintos de cualquiera de los fondos de pensiones, ventajas mediante la compra o venta de valores. Las personas que participen en las decisiones sobre adquisición, enajenación o mantención de instrumentos para alguno de los fondos de pensiones, no pueden comunicar estas decisiones a personas distintas de aquellas que deban participar en la operación por cuenta o en representación de la AFP o de los fondos.

c) Concurrencia a juntas y asambleas

Las AFP deben concurrir a las juntas de accionistas de las sociedades anónimas, a las juntas de tenedores de bonos y a las asambleas de aportantes de los fondos de inversión, cuyas acciones, bonos o cuotas hayan sido adquiridos con recursos de los fondos de pensiones. En estas juntas y asambleas deben ser representadas por mandatarios designados por su directorio, no pudiendo dichos mandatarios actuar con otras facultades que las que se les confieran. En tales juntas y asambleas los representantes de las AFP deben pronunciarse siempre respecto de los acuerdos que se adopten, dejando constancia de sus votos en las actas correspondientes.

Las contravenciones a estas normas son sancionadas por la Superintendencia de Pensiones. Por otra parte, la Superintendencia determina los casos en que las administradoras pueden eximirse del cumplimiento de lo señalado en el párrafo anterior.

d) Elección de candidatos a director en las sociedades anónimas en que se invierten los fondos de pensiones

Las administradoras deben contar con políticas de inversión para cada uno de los fondos de pensiones que administran y con políticas de solución de conflictos de interés, aprobadas por su Directorio. Estas últimas deben referirse, entre otras materias, a los requisitos y procedimientos para la elección de candidatos a director en las sociedades anónimas en que se invierten los fondos de pensiones.

Los directores que sean elegidos con mayoría de votos otorgados por las AFP y que deseen ejercer el cargo de director en dichas sociedades, deben encontrarse inscritos en un registro que lleva la Superintendencia. Esta última establece los criterios básicos para la inscripción en el registro y para su mantención.

En las elecciones de directorio de las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos de pensiones, las AFP no pueden votar por personas que se encuentren en alguna de las siguientes situaciones:

- Ser accionista mayoritario o persona relacionada a él, que en forma directa o indirecta, o mediante acuerdo de actuación conjunta, pueda elegir la mayoría del directorio.
- Ser accionista o persona relacionada a él, que con los votos de la AFP pueda elegir la mayoría del directorio.
- Ser accionista de la AFP que posea directa o indirectamente el 10% o más de las acciones suscritas de ella o ser persona relacionada a aquel.
- Ser director o ejecutivo de la AFP o de alguna de las sociedades del grupo empresarial al que aquella pertenece.

Sin perjuicio de lo anterior, las AFP pueden votar por personas que se desempeñen como directores en una sociedad del grupo empresarial al que pertenece la sociedad en la que se elige directorio, cuando las personas cumplan con lo siguiente:

- Que la única relación con el controlador del grupo empresarial provenga de su participación en el directorio de una o más sociedades del mencionado grupo.
- Que la persona no haya accedido a los directorios con el apoyo decisivo del controlador del grupo empresarial o de sus personas relacionadas.

Se entiende que un director ha recibido apoyo decisivo de una persona natural o jurídica cuando, al sustraer de su votación los votos provenientes de aquellas o de sus personas relacionadas, no hubiese resultado electo. A su vez, las AFP no pueden votar por personas que no se consideren independientes.

Los directores de una AFP deben pronunciarse siempre sobre aquellas materias que involucren conflictos de interés y especialmente, entre otros aspectos, de las políticas y votación de la administradora en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos del fondo de pensión.

Además, dentro de los 45 días hábiles siguientes a la celebración de una junta de accionistas en la que se haya elegido directores de una sociedad, la Superintendencia puede pronunciarse sobre el cumplimiento de los requisitos anteriormente señalados, declarando la inhabilidad de los directores elegidos con mayoría de votos otorgados por las AFP y disponiendo la cesación en el cargo, mediante una resolución fundada.

Las AFP pueden actuar concertadamente entre sí o con accionistas que no estén afectos a las restricciones indicadas previamente. No obstante lo anterior, éstas no pueden realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de la sociedad en la cual hayan elegido uno o más directores.

Las AFP deben sujetarse a las siguientes normas en estas elecciones de directorio de las empresas en que se hayan invertido recursos de los fondos de pensiones:

- El directorio de la AFP debe determinar el nombre de los candidatos por los que sus representantes votarán, debiendo contener la decisión respectiva las pautas a las que éstos deben sujetarse cuando voten por una persona distinta de la acordada, cuando los intereses del fondo administrado así lo exigiere. Estos acuerdos deben constar en las actas de directorio de la sociedad y contener su fundamento.

En los casos que el representante de la AFP vote por una persona diferente de la señalada en el acuerdo, debe rendir un informe escrito sobre los fundamentos y circunstancias del voto adoptado en la siguiente reunión de directorio que se celebre, de lo cual debe dejarse constancia en el acta respectiva, al igual que de la opinión del directorio sobre lo informado.

- Los representantes de la AFP están siempre obligados a manifestar de viva voz su voto en las elecciones en que participen, debiendo dejar constancia de ello en el acta de la respectiva junta de accionistas.

Las AFP deben remitir a la Superintendencia un informe referido a su asistencia y participación en juntas de accionistas, juntas de tenedores de bonos o asambleas de aportantes de fondos de inversión.

e) Los fondos de pensiones son accionistas minoritarios

Las AFP sólo pueden invertir hasta un 7% de las acciones suscritas de un emisor, por lo que individualmente están restringidas a ser accionistas minoritarios. Además, tal como se señaló en la sección anterior, las administradoras no pueden realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de las sociedades en las cuales hayan elegido uno o más directores. Aunque la posibilidad de elegir un director por parte de una administradora es baja o nula (cifra repartidora), la capacidad de concertarse permite a las AFP tener un rol relevante en la elección de directores.

Además, las acciones en las cuales pueden invertir los fondos de pensiones deben cumplir ciertos requisitos mínimos, que están establecidos en el Régimen de Inversión definido por la Superintendencia de Pensiones. Cuando no cumplen estos requisitos, sólo pueden ser compradas por los fondos si tienen clasificaciones de riesgo (de al menos dos entidades clasificadoras) iguales o mejores a un cierto nivel fijado en la Ley.

Por otra parte, los recursos de los fondos de pensiones no pueden ser invertidos, directa o indirectamente, en acciones de AFP, de compañías de seguros, administradoras de fondos mutuos, administradoras de fondos de inversión, bolsas de valores, sociedades de corredores de bolsa, agentes de valores, sociedades de asesorías financieras, sociedades administradoras de cartera de recursos previsionales, ni sociedades deportivas, educacionales y de beneficencia.

f) Política de selección de candidatos⁹

Desde 2007 las AFP han mantenido requisitos específicos para la selección de candidatos a director. En mayo de ese año se promulgó la Circular de Políticas, donde las administradoras formalizaron el proceso de selección de candidatos. La reforma previsional del año 2008, aparte de la creación del Registro de Directores, incorporó a la Ley la obligación de contar con políticas de inversión y de solución de conflictos de interés. En dichas políticas, las administradoras han detallado los criterios para la selección de los candidatos (contratar asesoría externa – Head Hunter –; duración máxima en el cargo de 6 años; número máximo de directorios por candidato igual a dos; candidatos con sólida formación académica, experiencia, independencia y ausencia de conflictos de interés). En el

⁹ El papel de los fondos de pensiones en los gobiernos corporativos. Solange Berstein Jáuregui, Superintendente de Pensiones de Chile. Seminario “El rol de los inversionistas institucionales para el fortalecimiento de los gobiernos corporativos en Chile y otros países”. Santiago, 19 de mayo de 2010.

Anexo N° 1 se presentan algunas estadísticas y resultados del proceso de selección de directores por parte de los fondos de pensiones en Chile.

g) Derecho a retiro de empresas del Estado

Las administradoras que hayan invertido recursos de los fondos de pensiones en acciones de sociedades en que el Estado, directamente o indirectamente, es controlador, pueden ejercer el derecho a retiro de la sociedad, en caso que, cumpliendo dichas acciones los requisitos para que los fondos inviertan en ella, dos clasificadoras privadas determinen que su clasificación es de segunda clase o sin información suficiente, basándose en que algunas de las siguientes causales afecta negativa y substancialmente su rentabilidad:

- La modificación de las normas que las rigen en materia tarifaria o de precios de los servicios o bienes que ofrecen o producen, o relativas al acceso a los mercados.
- La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar el precio de esos bienes o servicios en forma que los alteren negativa y substancialmente en relación a los que se hayan tenido en consideración al aprobar las acciones.
- La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas u otros bienes o servicios necesarios para su giro que incidan en sus costos, en términos o condiciones más onerosos en relación al promedio del precio en que normalmente se ofrecen en el mercado, sean nacionales o extranjeros, considerando el volumen, calidad y especialidad que la sociedad requiera.
- La realización de acciones de fomento o ayuda o el otorgamiento directo o indirecto de subsidios de parte de la sociedad, que no existían en la época de adquisición de las acciones por parte de los fondos de pensiones, siempre que los recursos suficientes para su financiamiento no sean otorgados directa o indirectamente por el Estado.
- La realización de cualquiera otra acción similar dispuesta por la administración de la sociedad o por la autoridad, que afecte negativamente la rentabilidad actual o futura de la sociedad.

h) Eventuales impagos de instrumentos de deuda

Las AFP pueden celebrar transacciones, compromisos, convenios judiciales y extrajudiciales, avenimientos, prórrogas y novaciones, con el objeto de evitar perjuicios para los fondos de pensiones que administran, derivados del no pago de los instrumentos de deuda adquiridos por éstos. Asimismo, las AFP pueden participar con derecho a voz y voto en juntas de acreedores o en cualquier tipo de procedimientos concursales, salvo que el deudor sea persona relacionada a la AFP respectiva, en cuyo caso ésta sólo podrá participar con derecho a voz.

i) Facultad para iniciar acciones legales

Las administradoras están expresamente facultadas para iniciar todas las acciones legales de carácter civil que correspondan en contra de aquellos que causen un perjuicio a cualquiera de los fondos de pensiones que administran, las cuales se tramitan de acuerdo a un procedimiento sumario.

j) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

En Chile se ha producido un significativo avance en la legislación de gobiernos corporativos, cuyos hitos más importantes fueron las reformas del año 2000 y 2009.

En la primera, denominada “Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos”, la mayoría de las modificaciones tomaron en cuenta los principios de gobierno corporativo planteados por la OCDE, y se orientaron a establecer una mejor calidad de información entregada por las empresas, la constitución de comités de auditoría al interior de las sociedades anónimas abiertas, la modernización de los estándares de supervisión y la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)¹⁰.

En la reforma del año 2009 se incorporaron perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas, en las leyes del mercado de valores y de sociedades anónimas y en el código de comercio. Estos perfeccionamientos constituían requisitos que Chile debía cumplir para ingresar a la OCDE. Las modificaciones a la legislación aumentaron la divulgación de información al mercado, obligando a los accionistas que controlan el 10% o más de las acciones de una sociedad anónima abierta y a sus ejecutivos principales, a informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país, de toda adquisición o enajenación, directa o indirecta, que efectúen de valores de esa sociedad. Además, entregaron al directorio de la empresa la responsabilidad de adoptar las medidas apropiadas para evitar que la información de la sociedad sea divulgada a uno o más potenciales inversionistas, antes de ser puesta a disposición de todos los accionistas y del público. Por último, introdujeron normas que buscan asegurar la rigurosidad de los informes de auditoría y la obligación de los auditores de asistir a la junta para responder las preguntas de los accionistas¹¹.

De acuerdo con el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, Chile se encuentra ubicado en un nivel superior al promedio de Latino América y El Caribe, con una puntuación de 6,3 en una escala de 0 a 10. Es el tercer país mejor evaluado entre los considerados en el presente estudio. Su mejor puntuación la obtiene en transparencia de la información (8), luego en el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (6), mientras que la peor calificación se le asigna en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (5) (Anexo N° 2).

¹⁰ Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de OPAS. Teodoro Wigodski S., Franco Zúñiga G. Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile

¹¹ Base de datos normas legales del Congreso Nacional.

4. Colombia¹²

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

La reforma financiera del año 2009 que modificó la ley 100 de 1993 estableció que los objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones son garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, y para ello las administradoras deben invertir los fondos en las condiciones y con sujeción a los límites que establezca el Gobierno Nacional, los cuales deben considerar, entre otros, tipos y porcentajes de activos admisibles según el nivel de riesgo.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Todo director, administrador, representante legal, funcionario de una institución vigilada por la Superintendencia Bancaria que viole a sabiendas o permita que se violen las disposiciones legales será personalmente responsable de las pérdidas que cualquier persona natural o jurídica sufra por razón de tales infracciones, sin perjuicio de las demás sanciones civiles o penales que señala la ley y de las medidas que conforme a sus atribuciones pueda imponer la Superintendencia Bancaria.

c) Responsabilidades y derechos de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos de pensiones

El decreto único del sector financiero, asegurador y del mercado de valores que recogió decretos reglamentarios de la pasada reforma financiera, estableció en los artículos 2.6.13.1.2 a 2.6.13.1.8 (Decreto 2.555 de 2010) las siguientes obligaciones para las administradoras de fondos de pensiones:

- Las AFP deben ejercer los derechos políticos que correspondan a las inversiones realizadas con los recursos de los fondos de pensiones obligatorios, cuando sumadas las posiciones de los cuatro (4) tipos de fondos de pensiones obligatorios tengan una participación relevante. Se entiende por participación relevante: (i) un porcentaje de participación igual o superior al cinco (5%) del capital de la sociedad emisora; (ii) un porcentaje de participación igual o superior al cinco por ciento (5%) de una emisión de valores, distinta de acciones; o (iii) un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del valor del tipo de fondo de pensiones obligatorios que tiene la inversión.
- Las AFP deben velar porque siempre prevalezca el interés de los afiliados y ejercer los derechos políticos de conformidad con una política aprobada por su Junta Directiva. La Superintendencia Financiera de Colombia debe instruir respecto del contenido mínimo de la Política de Ejercicio de Derechos Políticos, la periodicidad con la cual debe ser revisada y la forma en que debe ser divulgada a los afiliados y al público en general.

¹² Ley 100 de 1993.

- Los representantes que las AFP designen para ejercer los derechos políticos están obligados a cumplir con la política de la entidad y a informar a la AFP respecto de la justificación del voto emitido, cuando la misma no conste en la respectiva acta. Si una AFP vota de forma contraria a la mayoría, debe entregar una constancia que justifique las razones de su decisión a quien ejerza la secretaría de la reunión para que sea incorporada en el acta respectiva.

Las AFP deben documentar, de conformidad con sus procedimientos internos, los análisis e instrucciones que impartan a sus representantes para el ejercicio de los derechos políticos. Los soportes deben estar a disposición de la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con la normatividad aplicable y las instrucciones que ella imparta.

El ejercicio de los derechos políticos para la postulación y elección de miembros de Junta Directiva de los emisores de valores por parte de las AFP se sujeta a las siguientes reglas:

- En la Política de Ejercicio de Derechos Políticos de las AFP se deben establecer los criterios y procedimientos de selección de las personas que serán propuestas o votadas para ser miembros de Junta Directiva o Consejo de Administración. En todo caso, las AFP, en representación de los fondos de pensiones obligatorios, pueden actuar concertadamente entre sí.
- La persona en cuya postulación y elección participe una AFP debe ser independiente de la misma y de las entidades vinculadas a dicha administradora. Para tal efecto, se evalúa la independencia de la persona a postular y/o elegir con la aplicación de los criterios del párrafo 2° del artículo 44 de la Ley 964 de 2005, con relación a la respectiva AFP y sus vinculados.

Se califica como vinculada a la AFP la persona o personas que se encuentren en alguno de los supuestos señalados en un decreto gubernamental.

- Deben documentar la evaluación respecto de las calidades personales, idoneidad, trayectoria, integridad y experiencia de las personas en cuya postulación y elección participen, así como las razones que tuvieron para su elección.
- Deben abstenerse de solicitar a los miembros de la Junta Directiva que hayan sido elegidos con su concurso, información del emisor de valores que no tenga carácter público y/o de impartir instrucciones respecto de la forma de ejercer su cargo.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas¹³

i. Estándares de gobierno corporativo de los emisores de valores que sean receptores de recursos de los fondos de pensiones obligatorios

Las AFP deben velar porque los emisores que reciban inversión de los fondos de pensiones obligatorios cuenten con estándares de gobierno corporativo que cumplan con las políticas internas de esta.

Con este propósito, la Junta Directiva de la AFP debe adoptar criterios discrecionales de inversión que le permitan evaluar el gobierno corporativo del emisor, basando su decisión de inversión en los resultados de dicha evaluación. Tales criterios deben permitir, como mínimo, la evaluación de los siguientes aspectos del gobierno corporativo de los emisores de valores: a) La adecuada composición y el funcionamiento de los órganos de gobierno y control; b) La asignación clara de funciones y responsabilidades entre los distintos órganos de gobierno del emisor; c) La revelación y transparencia de la información financiera y no financiera, incluyendo la relacionada con los principales riesgos que tiene el emisor y la forma como éstos se gestionan, y la revelación completa de las operaciones que celebren con sus vinculados; d) Los mecanismos de protección de los derechos de los accionistas minoritarios; e) Las medidas para prevenir y gestionar los conflictos de interés entre accionistas, administradores, empleados, los vinculados a todos éstos y los principales grupos de interés; y f) los demás que mediante instrucciones de carácter general determine la Superintendencia Financiera de Colombia.

Estos criterios, una vez adoptados, deben ser divulgados a través de las páginas web de las AFP, y revisados y actualizados periódicamente por parte de su Junta Directiva.

ii. Normas generales de gobierno corporativo de las empresas

En 2001 la entonces Superintendencia de Valores emitió la Resolución 275, que promovió la adopción de principios de buen gobierno corporativo entre las sociedades listadas que tenían la intención de ser destinatarias de los recursos de los fondos de pensiones obligatorios.

Posteriormente, en el año 2005 se publicó la Ley 964 que introdujo una serie de normas de cumplimiento obligatorio para las sociedades abiertas.

En el 2007 la nueva Superintendencia Financiera promovió el grupo de trabajo intersectorial que emitió el Código País de Gobierno Corporativo destinado a las sociedades inscritas en bolsa. Este Código es un conjunto de 79 recomendaciones de mejores prácticas de gobierno corporativo formuladas por la Superintendencia Financiera de Colombia para emisores del sector real y financiero, dirigidas a incrementar la transparencia y la confianza en las actividades de los diferentes actores del mercado a través del fomento de prácticas efectivas de buen gobierno.

¹³ Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia; Guía Básica de Gobierno Corporativo Banco DAVIVIENDA.

La adopción de estas medidas es de carácter voluntario, pero los destinatarios del Código están obligados a remitir anualmente una encuesta a la Superintendencia, a través de la cual dan a conocer la adopción o no de las recomendaciones incluidas en él, explicando la forma y los mecanismos por los cuales aseguran tal adopción, y hoy en día tienen la obligación de explicar las razones por las cuales no ha adoptado determinadas medidas.

El índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial ubica a Colombia en el primer lugar de todos los países analizados en este informe, con un nivel significativamente superior al promedio de Latino América y El Caribe, pues su puntuación es de 8,3 en una escala de 0 a 10. Obtiene altas evaluaciones tanto en transparencia de la información (8), como en el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (8) y en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (9) (Anexo N° 2).

5. Costa Rica¹⁴

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

De acuerdo con la Ley, las entidades administradoras deben invertir los fondos de pensiones para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia de Pensiones dicte.

La Superintendencia debe procurar que las operadoras, sin menoscabo del principio expuesto en el párrafo anterior, inviertan los recursos de los fondos en instrumentos que permitan a los afiliados participar directamente de las rentas derivadas de la propiedad de los factores de producción. Adicionalmente, la Superintendencia debe procurar una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para la clase trabajadora.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las entidades administradoras autorizadas deben responder solidariamente por los daños y perjuicios patrimoniales que causen a los afiliados por actos dolosos o culposos de los miembros de su junta directiva, gerentes, empleados y agentes promotores.

Asimismo, las administradoras de fondos de pensiones son responsables, solidariamente, por las pérdidas que puedan sufrir las aportaciones y los rendimientos de los trabajadores cotizantes al Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, derivadas de actos dolosos o culposos de sus funcionarios y empleados, declarados así en la vía judicial. En estos casos, las administradoras deben responder con su patrimonio, sin perjuicio de las acciones administrativas o penales que puedan caber por estos hechos. En todo caso, las administradoras deben responder por la integridad de los aportes de los trabajadores y cotizantes con su patrimonio y si este resulta insuficiente para cubrir el perjuicio, una vez

¹⁴ Ley de Protección al Trabajador N° 7.983 de 18/02/2000.

agotadas todas las instancias establecidas por ley, el Estado debe realizar la compensación faltante de tales aportes y proceder a liquidar la operadora, sin perjuicio de posteriores acciones penales y administrativas.

c) Ejercicio de derechos societarios y elección de miembros en juntas directivas

Los derechos societarios inherentes a las acciones de una sociedad anónima que pasen a integrar un fondo deben ser ejercidos por la entidad administradora autorizada. Ninguno de los personeros, funcionarios o socios de dicha entidad pueden ser elegidos miembros de la junta directiva de dicha sociedad anónima, ni ser nombrados como fiscales. El representante de la entidad administradora autorizada en la asamblea general no puede votar en la elección de la junta directiva de la sociedad anónima. Para el efecto de las mayorías requeridas para dichas elecciones, en la asamblea general no se toman en consideración las acciones propiedad de los fondos.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

En Costa Rica existe un reglamento de gobierno corporativo cuyas disposiciones son de aplicación para las compañías fiscalizadas por las entidades supervisoras del sistema financiero costarricense.

Este reglamento incorpora regulaciones referidas a una amplia gama de materias, incluyendo la existencia de políticas de gobierno (selección, retribución, calificación y capacitación de miembros de la junta directiva, gerencias, ejecutivos, auditor interno y otros; relación con clientes, proveedores e intra-grupo; trato con los accionistas, asociados o similares; revelación y acceso a información; rotación de miembros de la junta directiva; seguimiento de políticas) y de conflictos de interés; informe anual de gobierno corporativo; funciones, responsabilidades e idoneidad de la junta directiva y gerencia general; auditoría interna; comités de apoyo.

Según un índice que elabora el Banco Mundial, Costa Rica tiene el nivel más bajo de protección al inversionista entre todos los países analizados en este estudio (junto con Honduras), alcanzando una puntuación de 3,0 en una escala de 0 a 10. Obtiene muy baja calificación en transparencia de la información (2) y poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (2), y una calificación media en el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (5). A modo de comparación se puede señalar que el índice de protección promedio al inversionista es de 5,1 en Latino América y el Caribe (Ver Anexo N° 2).

6. Curaçao¹⁵

a) Objetivo de las inversiones de los fondos de pensiones

Las administradoras deben invertir los fondos de pensiones con el objetivo de obtener una rentabilidad real que incremente las pensiones o capitales de pensión de los afiliados, dentro de las normas y límites que establecen las regulaciones de inversión del fondo, y de

¹⁵ Ordenanza sobre fondos de pensiones N° 441985.

una forma sólida como establece la ordenanza sobre los fondos de pensiones. La ley (60/40 Reglas de Inversión) establece que si un fondo tiene más de 20 millones de florines en activos, el 60% del valor de las provisiones técnicas debe ser invertido localmente y el 40% puede ser invertido en el extranjero.

Se considera que los fondos de pensiones, e igualmente las aseguradoras, son una importante fuente de recursos y de ahorro nacional.

Los fondos de pensiones deben responder con su propio patrimonio por los riesgos de inversión que tomaron. Por eso la política de inversión se basa en el perfil de riesgos, de acuerdo al estudio de “Administración de Activos y Pasivos” que se hace cada 3 años. Existen reservas actuariales que se deben mantener para mitigar todo tipo de riesgos, incluyendo el riesgo de inversión. La meta es distribuir los fondos por regiones, sectores y clases de activo, respetando los límites de cada inversión.

b) Compromisos para proteger la solvencia, liquidez y rentabilidad

De acuerdo con la Ley, los fondos de pensiones deben mantener siempre un mínimo de solvencia de 105%. Se requiere que el fondo mantenga transparencia, comunicación e información sobre las políticas de gobernabilidad y aceptación del gobierno corporativo, para lo cual se efectúan auditorías. Cada año se hacen evaluaciones para tomar medidas que mejoren la gobernabilidad. Se mantiene también un código de conducta válido tanto para la junta directiva, junta de supervisión y la gerencia.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

Sin información disponible.

7. El Salvador¹⁶

a) Objetivo de las inversiones de los fondos de pensiones

El objetivo de las inversiones de los fondos de pensiones es la obtención de una adecuada rentabilidad en condiciones de seguridad, liquidez y diversificación de riesgo. Cualquier otro objetivo es contrario a los intereses de los fondos de pensiones.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las administradoras de fondos de pensiones deben realizar todas las gestiones que las disposiciones legales les permiten y con la diligencia que emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la administración de las empresas y los fondos de inversión en los que inviertan el fondo de pensiones que administren, con el objeto de velar por la adecuada rentabilidad de sus inversiones.

¹⁶ Decreto N° 927 de 23/12/1996.

c) Contratos de compra o sustitución de los valores adquiridos

Cuando las administradoras invierten recursos de los fondos de pensiones, pueden celebrar contratos con los emisores de valores con el objetivo de proteger los intereses de los afiliados, bajo los siguientes términos:

- El emisor debe tener la obligación de comprar o sustituir al fondo de pensiones los valores que hayan sido adquiridos, si se cumplen las condiciones pactadas;
- Se debe establecer el precio de la compra a que se refiere el punto anterior o, en su defecto, el mecanismo para calcular dicho precio o los mecanismos para realizar la sustitución;
- También se requiere definir el plazo en que dicha compra o sustitución se completará, así como la forma en que se ejecutará la transacción.

Antes de su suscripción, los contratos señalados deben ser puestos en conocimiento de la Superintendencia de Pensiones, para que los someta a la autorización de la Comisión de Riesgo.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

En lo que refiere expresamente a la participación y responsabilidades de las AFP en las empresas donde se invierten los fondos de pensiones, no hay ninguna normativa. Se debe considerar que dentro del portafolio de los fondos de pensiones salvadoreños, no se incluyen instrumentos de renta variable hasta la fecha. Hubo en el pasado una inversión muy pequeña, que no implicó participación alguna en los órganos de dirección de la empresa en la que participaban en el capital social.

En el caso de El Salvador las estadísticas de protección de los inversionistas que son elaboradas por el Banco Mundial, ubican al país con un índice de 4,3. Está entre los más bajos de todos los países analizados en el presente estudio, después de Bolivia, Costa Rica y Honduras. Tiene una pobre puntuación en la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (2), y mejores calificaciones en transparencia de la información (5) y el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (6). El índice de protección promedio al inversionista en Latino América y el Caribe es de 5,1 (ver Anexo N° 2).

8. Honduras

a) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por los perjuicios causados a éstos

La responsabilidad por las inversiones que se realizan con recursos del fondo es absoluta para la AFP, como fiel garante de los recursos patrimoniales que se les han confiado¹⁷.

¹⁷ Se agradece la información provista directamente desde Honduras.

b) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

Las estadísticas de protección de los inversionistas que son elaboradas por el Banco Mundial otorgan al país un índice de 3,0. Es el más bajo de todos los países analizados en el presente estudio, junto con Costa Rica. Tiene una puntuación de cero en transparencia de la información, pero mejora en la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (5) y en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (4). Como se señaló previamente, el índice de protección promedio al inversionista en Latino América y el Caribe es de 5,1 (ver Anexo N° 2).

9. Kazajstán

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

En la Ley¹⁸ no se encontró una referencia directa a los objetivos generales de las inversiones de los fondos de pensiones, más allá de estar destinados a financiar los beneficios de pensiones que ésta define.

Sin embargo, según la Ley de Mercado de Valores del 2 de julio de 2003 (Artículo 69) el objetivo de la administración de los activos previsionales es la obtención de rentabilidad a favor de los intereses de los clientes. Esto significa a favor de un Fondo de Pensiones no Estatal (NPF), si existe una administradora que gestiona los fondos, o bien a favor de los afiliados si el que administra es el NPF por sí mismo.

Según la Ley, la administración de las inversiones de los fondos de pensiones debe ser realizada por entidades administradoras de inversiones de pensiones o por los propios fondos de pensiones en la medida que posean la licencia para asumir tales actividades.

Además, la Ley establece la organización que deben tener las administradoras de fondos de pensiones, los tipos de fondos, requisitos a sus fundadores y accionistas, concesión de licencias, contabilidad e información, auditoría, obligaciones y limitaciones de las administradoras de las inversiones, entre otras materias, dejando la emisión de la regulación detallada de inversiones bajo la responsabilidad de la entidad supervisora¹⁹.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por los perjuicios causados a éstos

Los administradores de los fondos de pensiones son responsables de las violaciones a la normativa aplicable a las pensiones y de los incumplimientos de los términos y condiciones de los contratos de pensión, de acuerdo a la legislación de la República de Kazajstán.

¹⁸ Law of the Republic of Kazakhstan of June 20, 1997 № 136-I. On Pension System in the Republic of Kazakhstan (with amendments and additions as of 23.10.2008).

¹⁹ No están disponibles versiones en inglés de estas regulaciones.

Estos términos y condiciones que definen las responsabilidades de los fondos de pensiones, de las entidades administradoras de fondos (si el fondo de pensiones no tiene licencia para manejar las inversiones, puede contratar a una administradora especializada que si posea dicha licencia) y de los bancos custodios son establecidos por otras normas²⁰ y por los contratos entre las partes. En todo caso, las administradoras de los fondos de pensiones son responsables de sus obligaciones con los aportantes sólo con sus propios activos.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas²¹

En el año 2004 se estableció un grupo de trabajo de gobiernos corporativos en la Asociación de Instituciones Financieras de Kazajstán, que estuvo compuesto por representantes de los principales bancos, fondos de pensiones, aseguradores, instituciones financieras internacionales, organizaciones públicas, fondos de inversión, abogados y firmas de auditoría.

Durante el año 2005 el Consejo de Emisores adoptó un Código de Gobiernos Corporativos, que ha tenido un rol importante en el desarrollo de los gobiernos corporativos en Kazajstán, adoptando principios que toman en cuenta las realidades propias y específicas de la legislación del país y las prácticas de negocios. El Consejo de Emisores es un cuerpo asesor que fue establecido por la Agencia de la República de Kazajstán para la Regulación y Supervisión del Mercado Financiero. Parte de sus objetivos son mejorar e implementar los gobiernos corporativos en las empresas y cooperar en la transición hacia los estándares de reportes financieros internacionales.

De acuerdo con una evaluación del Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo realizada en el año 2007, la legislación de gobiernos corporativos en Kazajstán se encuentra en un punto medio de cumplimiento con los principios de gobiernos corporativos de la OCDE.

Por último, según el índice de protección al inversionistas que elabora el Banco Mundial, Kazajstán obtiene una puntuación de 6 en una escala de 0 a 10. El país obtiene buenas calificaciones en transparencia de la información (8) y poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones (9), y una muy baja calificación en el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (1). El índice de protección promedio al inversionista es de 5,1 en Latino América y el Caribe y de 6,0 en los países OCDE (ver Anexo N° 2).

²⁰ No se obtuvo esta normativa del sitio web de la entidad supervisora.

²¹ CODE on Corporate Governance. Financial Institutions' Association of Kazakhstan. Approved by: Council of issuers on February 21, 2005; IFC Corporate Governance Overview; IFC and the Council of Issuers Help Improve Corporate Governance in Kazakhstan, July 2007.

10. México

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

De acuerdo con la Ley²², las administradoras deben efectuar todas las gestiones que sean necesarias para la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de las sociedades de inversión que administran. En cumplimiento de sus funciones, deben atender exclusivamente al interés de los trabajadores y asegurar que todas las operaciones que efectúen para la inversión de los recursos de dichos trabajadores se realicen con ese objetivo.

Por otra parte, la Ley señala que el régimen de inversión debe tener como principal objetivo otorgar la mayor seguridad y rentabilidad de los recursos de los trabajadores. Asimismo, el régimen de inversión debe tender a incrementar el ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo acorde con el sistema de pensiones. A tal efecto, debe proveer que las inversiones se canalicen preponderantemente, a través de su colocación en valores, a fomentar:

- La actividad productiva nacional;
- La mayor generación de empleo;
- La construcción de vivienda;
- El desarrollo de infraestructura estratégica del país; y
- El desarrollo regional.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las administradoras deben responder directamente de todos los actos, omisiones y operaciones que realicen las sociedades de inversión que operen, con motivo de su participación en los sistemas de ahorro para el retiro.

Las administradoras deben responder también directamente de los actos realizados tanto por sus consejeros, directivos y empleados, como de los realizados por los consejeros y directivos de las sociedades de inversión que administren, en el cumplimiento de sus funciones relativas a los sistemas de ahorro para el retiro, sin perjuicio de las responsabilidades civiles o penales en que ellos incurran personalmente.

Aquellas que hayan cometido actos dolosos contrarios a la Ley, que como consecuencia directa produzcan una afectación patrimonial a los trabajadores, están obligadas a reparar el daño causado. Asimismo, las administradoras responderán directamente de los actos realizados por sus agentes promotores, ya sea que éstos tengan una relación laboral con la administradora o sean independientes.

Cuando se presenten minusvalías derivadas del incumplimiento del régimen de inversión autorizado por efectos distintos a los de valuación, o en el caso de la falta de presentación a

²² Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro de 23/5/1996.

la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) de la solicitud para mantener defectos o excesos de inversión causados por variaciones de precios de los valores, la administradora que opere la sociedad de inversión de que se trate las debe cubrir con cargo a la reserva especial que establece la Ley, y en caso de que ésta resulte insuficiente, lo debe hacer con cargo a su capital social.

c) Responsabilidades y derechos de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos de pensiones

La Ley en México establece normas generales en materia de inversiones, tales como los objetivos de dichas inversiones; la obligación de las sociedades de inversión de contar con un comité de inversión y un comité de riesgos; requisitos de calificación de riesgos; tratamiento de excesos de inversión y de minusvalías; administración de varias sociedades de inversión; prospectos de información al público inversionista; prohibiciones; y relaciones entre las administradoras y los grupos y entidades financieras y control de conflictos de interés. Asimismo, la Ley prohíbe a las administradoras adquirir el control de las empresas en que invierten²³.

Por otra parte, la CONSAR complementó la Ley emitiendo reglas que establecen el régimen de inversión al que deben sujetarse las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro. Ellas abarcan una amplia variedad de materias, entre las cuales se incluye la calidad crediticia de los títulos que pueden ser adquiridos por las sociedades de inversión; límites máximos de valor en riesgo (Var); instrumentos y operaciones permitidas y prohibidas; límites máximos y diversificación de las inversiones.

Más allá de indicado en los párrafos anteriores, la revisión de las disposiciones legales emitidas y disponibles en el sitio web de la CONSAR²⁴, para la regulación y control de los fondos de pensiones, no permitió identificar normas específicas referidas a las responsabilidades y los derechos que tienen las administradoras de fondos de pensiones en las empresas donde invierten los fondos de pensiones.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas²⁵

La legislación más importante relacionada con el buen gobierno corporativo está contenida en la Ley General de Sociedades Mercantiles, la Ley del Mercado de Valores y la Circular Única de Emisoras (CUE), la cual obliga a las empresas que cotizan en bolsa a publicar su reporte anual y el grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC).

En los últimos quince años ha habido gran número de reformas referidas a los gobiernos corporativos. Las autoridades mexicanas emitieron nuevas regulaciones para el mercado de

²³ Artículo 28 de la Ley.

²⁴ Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro.

²⁵ Boletín Consilium, Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo; La regulación sobre gobierno corporativo en Latinoamérica y España. Guadalupe del Carmen Briano Turrent, Universidad de San Luis Potosí (México), Eva Argente Linares y Lázaro Rodríguez Ariza, Universidad de Granada (España); Gobierno corporativo y regulación prudencial en la Banca de Desarrollo. Implantación de mejores prácticas corporativas FIRA. Rodrigo Sánchez Mujica.

valores durante el año 2006, que incorporaron muchas de las disposiciones de gobierno corporativo. La nueva legislación puso especial énfasis en los deberes de lealtad y diligencia, los cuales están a cargo de los miembros del Consejo de Administración y de los altos ejecutivos de la empresa, e intentó mejorar la regulación de divulgación de información y proteger mejor los derechos de los accionistas minoritarios. También se reorganizaron y aclararon las funciones y responsabilidades de la junta de directores, incorporando estándares que son más compatibles con las prácticas internacionales. Además, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) ha emitido disposiciones orientadas a mejorar la revelación de información financiera.

Por otra parte, el país tiene doce años de experiencia en la implementación del CMPC, desde que se emitió la primera versión en 1999. Este código fue una iniciativa conjunta de las autoridades, la Bolsa Mexicana de Valores y las principales organizaciones de empresarios. El objetivo del CMPC es fortalecer el sistema de buen gobierno de las empresas que cotizan en bolsa, con la intención de incrementar la transparencia corporativa y aumentar la confianza del inversionista en México.

Otra área donde se han logrado avances se refiere a la fundación de una organización de capacitación de directores. El Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (CEGC) fue fundado en marzo de 2004. Sus objetivos son proporcionar a los miembros de los consejos y a los ejecutivos la información, metodologías y mejores prácticas de gobierno corporativo que aumenten la eficiencia y los niveles de transparencia, faciliten el cumplimiento de las normas existentes y generen una mayor confianza de los inversionistas.

Los principales desafíos de los gobiernos corporativos en México están vinculados a la concentración de la propiedad, la estructura de control de muchas empresas, la aplicación de los derechos de los accionistas y a los conflictos de interés.

De acuerdo con el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, México se encuentra ubicado en un nivel superior al promedio de Latino América y El Caribe, con una puntuación de 6 en una escala de 0 a 10. Su mejor puntuación la obtiene en transparencia de la información (8); luego se ubican el nivel de responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones y el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de verse perjudicados por ciertas transacciones, que tienen una misma calificación (5) (Anexo N° 2).

11. Panamá

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

Las administradoras deben actuar de buena fe y con el buen juicio y cuidado de quien administra sus propios negocios, atendiendo a los principios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia monetaria. Por congruencia monetaria se entiende que al menos dos terceras partes de las inversiones se realicen en aquella moneda en que se pagaran las prestaciones.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

No está establecido en la normativa, pero la ley establece límites de concentración por emisor de tal forma que no haya concentración de más del 10% del total del fondo. También existe la obligatoriedad de analizar la solvencia de los títulos de deuda que adquiera y realizar un informe por escrito.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

Según el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, Panamá tiene una calificación de 4,7 en una escala de 0 a 10. Su peor puntuación la obtiene en transparencia de la información (1) y su mejor puntuación en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (9). En la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones obtiene una puntuación media (4) (Anexo N° 2).

12. Perú²⁶

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

La Ley no señala directamente los objetivos que deben tener las administradoras en las inversiones de los fondos de pensiones.

Si define cuáles son los objetivos generales de cada tipo de fondo. Así, las inversiones del Fondo Tipo 1 o Fondo de Preservación de Capital buscan un crecimiento estable con baja volatilidad. Las inversiones del Fondo Tipo 2 o Fondo Mixto buscan un crecimiento moderado con volatilidad media, mientras que las inversiones del Fondo Tipo 3 o Fondo de Apreciación del Capital buscan un alto nivel de crecimiento del Fondo con alta volatilidad.

También se establece que, a efecto de que las AFP ofrezcan los tipos de fondos descritos previamente, así como para solicitar la autorización para ofrecer fondos adicionales a los mencionados, deben contar con una política de inversiones debidamente definida, que debe ser previamente remitida a la Superintendencia y divulgada al público en general, dentro de la cual debe indicarse explícitamente el (los) indicador(es) de referencia de rentabilidad.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

La Ley establece que corresponde a cada AFP administrar los fondos en la forma que indica la misma Ley, sus reglamentos y las disposiciones generales que emita la Superintendencia.

²⁶ Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

Además, dispone que en la administración de los fondos que ofrezca al público, así como en su actividad propia, cada AFP debe adoptar los principios del buen gobierno corporativo.

c) Responsabilidades y derechos de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos de pensiones

La Ley del Sistema Privado de Pensiones define los instrumentos de inversión en que pueden colocarse los fondos de pensiones; los límites de inversión generales por tipo de fondo; la política de inversiones, que debe incluir el objetivo de cada fondo y la política de diversificación de inversiones, junto con indicadores de referencia de rentabilidad; y los requisitos de clasificación de riesgo.

Por otra parte, el Reglamento de la Ley establece, entre otras materias, que las AFP deben designar representantes que ejerzan, a nombre del fondo, los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos del fondo en acciones, valores representativos de derechos sobre acciones en depósito inscritos en bolsa de valores y otros valores que otorguen derechos patrimoniales. Los referidos representantes deben velar por la defensa de los derechos que corresponden al fondo, con independencia de los intereses de las AFP. Además, deben sujetarse a las prácticas de buen gobierno corporativo y deben propiciar la adopción de éstas en los órganos de gobierno en los que ejercen el encargo.

Asimismo, en el cumplimiento del encargo, los representantes están obligados a pronunciarse respecto de los asuntos que sean sometidos a discusión, dejar constancia de su voto en las respectivas actas e informar a la AFP el resultado de su gestión. Las administradoras deben conservar, a disposición de la Superintendencia, los referidos informes.

La Superintendencia reglamenta las demás condiciones a que se deben someter los representantes señalados previamente, las reglas que éstos deben observar en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones han sido adquiridas con recursos del fondo, así como las sanciones aplicables en caso de incumplimiento. En todo caso, en la elección de directores, los representantes se encuentran impedidos de votar por candidatos que sean accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP²⁷.

Adicionalmente, el Título VI del Compendio de Normas Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Pensiones norma en detalle las inversiones de los fondos, refiriéndose a múltiples materias, tales como mecanismos de negociación; condiciones específicas para la inversión de los fondos; valorización; rentabilidad; límites, restricciones, prohibiciones y excesos; garantías; custodia; política de inversiones; administración de riesgos de inversión; e indicadores de referencia de rentabilidad. Sin embargo, no profundiza en los derechos y obligaciones que tienen las administradoras en las empresas donde han invertido en acciones o en las cuales tienen derechos patrimoniales.

²⁷ No fue posible ubicar en el sitio de la Superintendencia el reglamento a que hace referencia este párrafo.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas²⁸

En los últimos 10 años el marco regulador del Perú se ha venido adaptando a las tendencias de gobiernos corporativos, concentrando esfuerzos en lograr que las empresas peruanas alcancen estándares internacionales y puedan ofrecer mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros, en especial al accionista minoritario.

Durante el año 2002 se conformó un comité con la participación del sector público y privado, con el objetivo de establecer los principios de buen gobierno corporativo aplicables a las empresas peruanas. Se recogieron los principios de la OCDE, con ajustes para tomar en cuenta las características de las empresas peruanas. El documento respectivo señala que estos principios deben constituir “una guía para las empresas, de tal modo que su implementación evidencie una clara capacidad de autodeterminación y autorregulación, promoviéndose de esta manera una cultura de buenas prácticas de gobierno corporativo. Asimismo, son un marco referencial para que los diferentes grupos de interés puedan medir el grado de adhesión de las empresas peruanas a dichos principios.

Un informe del Banco mundial del año 2004 concluyó que los principales aspectos de gobiernos corporativos en Perú estaban marcados por la creciente importancia de los fondos de pensiones privados en el mercado de capitales peruano. El informe destaca como principales desafíos la mejora en el tratamiento de los conflictos de interés, el incentivo a la participación de los accionistas en las asambleas, la mayor transparencia en la aprobación de transacciones con partes relacionadas, el establecimiento de un número mínimo o porcentaje de directores independientes en los directorios, la creación de comités de auditoría y el acceso de los directores a un adecuado entrenamiento.

Hubo una reforma normativa aprobada el año 2005 cuyo objetivo fue brindar al mercado información objetiva sobre el nivel de adhesión de principios de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV). La legislación del mercado de valores en el Perú no obliga a las sociedades con valores inscritos en el RPMV a que adopten plenamente los principios de buen gobierno corporativo, sino a que revelen y expliquen el nivel o grado de adecuación a dichos principios.

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) emite periódicamente un informe público del grado de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo, para promocionar la aplicación de estos principios por parte de las empresas que participan en el mercado público de valores. En el último informe disponible del año 2009, la CONASEV señala que “se puede apreciar que las sociedades paulatinamente vienen adecuándose a las prácticas de buen gobierno y sincerando la revelación de su adopción, lo que permitirá aproximarnos a las exigencias de los estándares internacionales en la materia”. También indica que es fundamental que en los próximos

²⁸ Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas. Julio 2002; Documento de trabajo “Grado de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo durante el año 2009”. Ministerio de Economía y Finanzas, CONASEV; Report on the observance of standards and codes (ROSC), Corporate Governance Country Assessment. Republic of Peru. June 2004.

años cada vez más sociedades tomen conciencia de la importancia que tiene la información que revelan, como de su compromiso por brindar a los inversionistas información completa, confiable, clara y transparente. Además, a través de su Resolución N° 140-2005-EF publicada en diciembre del año 2005, la CONASEV incorpora como Anexo en cada uno de los Prospectos Informativos para el cumplimiento de requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores mobiliarios, el formato denominado “Información sobre el cumplimiento de los principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas”, para que los inversionistas cuenten con mejor información respecto del grado de implementación de prácticas de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades anónimas emisoras de valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, ya que su conocimiento puede influir de manera directa en sus decisiones de inversión. A través del referido documento, se evalúa de manera subjetiva y objetiva el cumplimiento de los principios por parte de las empresas, específicamente respecto a los derechos y trato de los Accionistas, a la transparencia informativa y a la responsabilidad del Directorio.

Adicionalmente, la Bolsa de Valores de Lima viene desarrollando acciones para contribuir a la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas emisoras, implementando entre otras iniciativas la publicación de un Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), que es un indicador fundamental que refleja el comportamiento de los valores de las empresas emisoras que cumplen adecuadamente con los principios de gobierno corporativo. Este es el sistema a través del cual las empresas son administradas y controladas para el cumplimiento de principios de responsabilidad con los accionistas, y está basado en principios de transparencia, confianza, equidad, responsabilidad social, fluidez e integridad de la información que permitirán atraer y retener capital financiero y humano, funcionar en forma eficiente, y de esta forma, crear valor económico para la corporación y sus accionistas.

Por último, según el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, Perú se encuentra ubicado en el segundo puesto entre todos los países analizados en el presente informe, con una calificación de 6,7 en una escala de 0 a 10. Su mejor puntuación la obtiene en transparencia de la información (8) y poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (7). La puntuación es media en la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (5) (Anexo N° 2).

13. Polonia²⁹

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

La única referencia que se encontró en la Ley a los objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones es la búsqueda de la maximización de la tasa de rentabilidad y seguridad, procediendo de acuerdo a las disposiciones de la Ley.

²⁹ Act of 28 August 1997. Law on organization and operation of pension funds.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las sociedades administradoras son responsables ante los afiliados de los fondos de pensiones de cualquier pérdida que sufran por faltas en el desempeño o negligencia en el cumplimiento de sus funciones como administradores y representantes de los afiliados, salvo que ello sea consecuencia de circunstancias no ocasionadas por las sociedades administradoras y que no se han podido prevenir.

En Polonia las entidades depositarias (de custodia), actuando en representación de los afiliados, deben tomar las acciones necesarias en contra de las sociedades administradoras para recuperar las pérdidas sufridas por la falta o negligente cumplimiento de sus obligaciones.

Adicionalmente, las entidades depositarias también son responsables directamente por cualquier pérdida que se produzca como consecuencia de no cumplir sus funciones o hacerlo en forma negligente.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas³⁰

El primer documento formal de gobiernos corporativos fue preparado durante el año 2002 por un conjunto de personas e instituciones del sistema financiero con una amplia experiencia práctica. Este documento denominado “Las Mejores Prácticas de las Compañías Públicas 2002” fue enviado para su implementación por la Bolsa de Valores de Varsovia (BVV).

Posteriormente, y para fortalecer las reglas de gobierno corporativo, la BVV coordinó un proceso de definición de estas reglas, dando origen a la emisión en el año 2007 de un “Código de Mejores Prácticas para las Compañías listadas en la BVV”, que fue actualizado durante el año 2010. El Código fue preparado bajo el principio de “cumplimiento o explicación”, que permite al mercado contar con información clara respecto al cumplimiento de las reglas y/o una explicación de por qué éstas no fueron cumplidas.

El Código tiene como objetivos principales aumentar la transparencia de la información entregada por las empresas, mejorar las comunicaciones de ellas con los inversionistas y fortalecer la protección de los derechos de los accionistas, incluyendo aquellos no regulados por la legislación.

A pesar del desarrollo que ha tenido el gobierno corporativo en Polonia durante los últimos 20 años, a través de las iniciativas antes mencionadas y otras, muchas materias requieren mejoras. A modo de ejemplo se puede mencionar la concentración en la propiedad de las empresas, la necesidad de mayores poderes a los consejos o comités de vigilancia y una mayor protección a los accionistas minoritarios.

³⁰ Code of Best Practice for WSE Listed Companies. Appendix to Resolution No. 17/1249/2010 of the WSE Supervisory Board dated 19 May 2010; Web site Warsaw Stock Exchange (www.corp.gov.pl/wydarzenia.asp?id_wyd=133); Corporate governance in Poland. Tom Mortimer. Winter 2009.

Según el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, Polonia alcanza una puntuación de 6 en una escala de 0 a 10, igual a la calificación promedio de los países OCDE y superior a la registrada por los países de Latino América y El Caribe (5,1). Sus mejores evaluaciones las obtiene en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (9) y en transparencia de la información (7), mientras que en la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones alcanza niveles bajos de puntuación (2) (Anexo N° 2).

14. República Dominicana

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

Las administradoras deben invertir los fondos de pensiones con el objetivo de obtener una rentabilidad real que incremente las cuentas individuales de los afiliados, dentro de las normas y límites que establece la Ley³¹ y las normas complementarias. Es considerado ilegal cualquier destino de los fondos de pensiones que no sea indicado en forma explícita por la Ley.

Sin perjuicio de lo anterior, dentro de los límites establecidos para la inversión de los fondos de pensiones, y en igualdad de rentabilidad y riesgos, las AFP deben priorizar la colocación de recursos en aquellas actividades que optimicen el impacto en la generación de empleos, construcción de viviendas y promoción de actividades industriales y agropecuarias, entre otras.

Los fondos de pensiones se constituyen en una importante fuente de recursos y de ahorro nacional. Por tanto, estos fondos deben ser invertidos en el territorio nacional y en caso de que una parte de los mismos pudiera invertirse en el exterior, se debe contar previamente con la aprobación del Consejo Nacional de Seguridad Social (CNSS). El CNSS es el responsable de dictar las normas complementarias que reglamentan este tipo de inversión.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las AFP deben responder con su propio patrimonio por los daños y perjuicios causados a los fondos de pensiones por el incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones, estando obligadas a indemnizar al fondo que administran por los perjuicios directos que ellas, cualesquiera de sus directores, dependientes o personas que les presten servicios, le causaren como consecuencia de la ejecución u omisión, según corresponda, de cualquiera de las actuaciones a que se refiere la Ley y sus normas complementarias. Los directores y ejecutivos que hubiesen participado en tales actuaciones son solidariamente responsables de esta obligación. La Superintendencia de Pensiones puede entablar en beneficio del fondo de pensiones las acciones legales que estime pertinentes para obtener las indemnizaciones que correspondan a éste en virtud de la referida obligación.

³¹ Ley N° 87 – 01 que crea el Sistema Dominicano de Seguridad Social de fecha 9/05/2001.

c) Elección de directores en las sociedades en cuyas acciones se invierten los fondos de pensiones

Las AFP deben definir políticas para la votación de la AFP en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos de pensiones, con el objetivo de evitar potenciales conflictos de interés.

Por otra parte, conforme a la norma complementaria relativa a conflictos de interés emitida por la Superintendencia, las AFP, en representación de los fondos de pensiones que administran, deben pertenecer al Consejo de Directores de un emisor específico, cuando la inversión efectuada con recursos del fondo represente un porcentaje superior al 10% del total del capital suscrito y pagado del emisor.

Las administradoras deben concurrir a las asambleas de accionistas y de tenedores de títulos de deuda respecto de los instrumentos que hayan sido adquiridos con recursos de los fondos de pensiones. En tales asambleas deben siempre emitir su voto respecto de los acuerdos que se adopten. Las AFP se eximen de la obligación de asistir a asambleas de accionistas, cuando la inversión en acciones efectuada con recursos del fondo de pensiones represente un porcentaje inferior al 3% del total del capital suscrito y pagado del emisor.

Las personas que representen a las AFP en estas asambleas deben ser nombradas por el Consejo de Directores de la AFP, y la designación debe recaer en una persona que por la jerarquía de su cargo, profesión y área de especialidad pueda representar idóneamente al fondo de pensiones en dichas asambleas.

Las administradoras deben remitir a la Superintendencia un informe referido a su participación en los consejos de directores, asambleas de accionistas y asambleas de tenedores de títulos de deuda.

d) Compromisos para proteger la solvencia, liquidez y la rentabilidad

De acuerdo con la Ley, las AFP pueden realizar transacciones, convenios judiciales, prórrogas y renovaciones y otros compromisos a fin de proteger la solvencia, liquidez y rentabilidad de los instrumentos financieros adquiridos. Asimismo, pueden participar con derecho a voz y voto en las juntas de acreedores o en cualquier tipo de procedimiento concursable, salvo que el deudor sea una persona relacionada con la AFP respectiva, en cuyo caso ésta sólo puede participar con voz.

e) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas³²

En diciembre de 2008 se promulgó la Ley General de las Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada, que derogó y sustituyó la parte relativa a sociedades comerciales del Código de Comercio. Esta ley constituye una reforma

³² Boletín Informativo Headrick Rizik Alvarez & Fernández. Diciembre de 2008; Reglamento sobre Gobierno Corporativo, Banco Central de República Dominicana; Gobierno Corporativo en el Sistema Financiero Dominicano. KPMG, julio del 2008.

integral a la legislación societaria en República Dominicana, cuyo objetivo principal fue modernizar dicha legislación y emitir normativa en áreas que previamente no estaban reguladas. Entre otras materias, se establecieron normas para los procesos más importantes de la vida corporativa y normas de buen gobierno corporativo y mayor transparencia en las operaciones de la sociedad.

En el área financiera, en mayo de 2007 fue aprobado por el Banco Central de República Dominicana un Reglamento de Gobierno Corporativo para las entidades de intermediación financiera³³, que tuvo como objetivo establecer los principios y lineamientos básicos que sirven de apoyo para la adopción e implementación de prácticas de gobierno corporativo, conforme a las prácticas internacionales y acorde con la naturaleza y escala de actividades en el país. El documento identifica y define criterios y normas mínimas que deben seguir las entidades de intermediación financiera, para el establecimiento de un sistema de control interno eficaz que incluya los roles del directorio y la gerencia superior en la gestión del riesgo, así como la delegación de poderes, el régimen de responsabilidad y la separación de funciones de los órganos directivos de tales entidades.

Un informe de KPMG del año 2008 identifica los siguientes retos para el gobierno corporativo de las entidades financieras en República Dominicana: tensión inherente entre la gobernabilidad y el crecimiento y la innovación; transparencia, comunicación e información sobre las políticas de gobernabilidad de las organizaciones; aceptación del gobierno corporativo por convencimiento y no por imposición; auto regulación para mejorar la gobernabilidad; estudio e implementación de una estructura de gobierno apropiada a la estrategia y escala de la organización.

Según el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, República Dominicana tiene una puntuación de 5,7 en una escala de 0 a 10, lo que coloca al país sobre el promedio de Latino América y El Caribe. Su mejor calificación la obtiene en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (8), mientras que en transparencia de la información (5) y en la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (4) alcanza niveles medios de puntuación (Anexo N° 2).

15. Rumania³⁴

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

La Ley señala que el objetivo del sistema privado de administradoras de fondos de pensiones es proveer una pensión privada complementaria a la prestación entregada por el sistema público de pensiones, sobre la base de invertir un porcentaje de los aportes a la seguridad social que efectúan los afiliados.

33 Bancos Múltiples; Bancos de Ahorro y Crédito; Corporaciones de Crédito; Asociaciones de Ahorros y Préstamos; Banco Nacional de Fomento para la Vivienda y la Producción; y, otras entidades de intermediación financiera que la Junta Monetaria autorice en el futuro.

34 Law N° 411/2004 on Privately Administered Pension Funds (as modified and amended by the Govern Emergency Ordinance N° 50/2005 and by Law N° 23/2007.

Las inversiones de los fondos deben ser realizadas a favor de los intereses de los afiliados y beneficiarios, garantizando su seguridad, calidad, liquidez y rentabilidad, y de una manera adecuada a la naturaleza y duración de los derechos que tienen los afiliados y los beneficiarios.

La Comisión de Supervisión del Sistema Privado de Pensiones puede retirar la licencia a la administradora que no asegure la apropiada defensa de los intereses de los afiliados y beneficiarios.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

El incumplimiento de la Ley por parte de las administradoras conduce a responsabilidades civiles o criminales dependiendo de las circunstancias.

Las administradoras y los auditores financieros son responsables ante los afiliados y beneficiarios por los perjuicios que puedan resultar de la falta o inapropiado incumplimiento de sus deberes, excepto cuando se trate de situaciones de fuerza mayor.

Cualquier persona que se considere perjudicada como resultado del incumplimiento de la Ley tiene derecho a recurrir a la corte competente de acuerdo con la legislación vigente.

La entidad de custodia es responsable ante la administradora, los afiliados y los beneficiarios, por cualquier perjuicio causado a ellos como consecuencia de la falta o inapropiado cumplimiento de sus obligaciones.

c) Votación en asambleas de accionistas

Las administradoras ejercen, en representación de los afiliados, el derecho a votar en las asambleas de accionistas de compañías comerciales en que hayan sido invertidos los activos de los fondos de pensiones privados. El voto debe ser emitido sólo en el mejor interés de los afiliados y beneficiarios de dichos fondos.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

Durante el año 2001 fue emitido un Código de Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Bucarest (BVB), que fue reemplazado y actualizado posteriormente en el año 2009.

Las compañías transadas en el mercado regulado de la Bolsa adoptan y cumplen con el Código voluntariamente. Los emisores que apliquen parcial o totalmente este Código deben informar anualmente a la BVB el grado de cumplimiento del mismo, especificando cuáles de las recomendaciones fueron implementadas y cómo. Si no lo hicieron, deben entregar información apropiada de las razones que las llevaron a no adoptar las recomendaciones o a hacerlo parcialmente.

Las normas del Código son complementarias a las establecidas en las leyes rumanas de compañías, mercado de capitales, contabilidad, etc.

Rumania obtiene una calificación de 6 en el índice de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, en una escala de 0 a 10, la cual es igual a la puntuación promedio de los países OCDE y superior a la registrada por los países de Latino América y El Caribe (5,1). Su mejor evaluación la obtiene en transparencia de la información (9), mientras que alcanza niveles medios de puntuación en la responsabilidad que debe asumir el directorio por sus actuaciones (5) y en el poder de los accionistas para demandar judicialmente en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (4) (Anexo N° 2).

16. Ucrania

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

Obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad, exclusivamente resguardando el mejor interés de los afiliados.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Por el momento en Ucrania está operando el tercer pilar del sistema de pensiones, que fue creado para aquellos que desean incrementar sus ingresos en la etapa pasiva y pueden pagar mayores aportes.

El segundo pilar podría comenzar a funcionar en tres a cuatro años más (2014 – 2015). Se está registrando en el país una discusión sobre un proyecto de ley que crea el segundo pilar, que en un principio probablemente cubrirá los sectores económicos con condiciones de trabajo severas e insalubres (metalurgia, área química e industria minera).

Por esta razón no es posible incorporar información de las materias estudiadas referentes al segundo pilar en el informe.

c) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

De acuerdo con el indicador de protección al inversionista que elabora el Banco Mundial, Ucrania obtiene un 4,7 en una escala de 0 a 10. El aspecto más débil es la responsabilidad del directorio por sus actuaciones (2), mientras el mejor calificado es el poder de demanda judicial que tienen los accionistas en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (7). En la transparencia de la información obtiene una puntuación media (5) (ver Anexo N° 2).

17. Uruguay

a) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones

El fondo de ahorro previsional se debe invertir de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y compatibilidad de plazos, de acuerdo con sus finalidades y respetando los límites fijados por la Ley³⁵ y las normas reglamentarias.

b) Responsabilidades generales en las inversiones de los fondos de pensiones y por perjuicios causados a éstos

Las administradoras que por su actuación negligente, errores u omisiones, le generen un perjuicio económico al fondo de ahorro previsional, deben integrar al mismo la cantidad de cuotas perdidas, sin perjuicio de las sanciones que puedan corresponder.

c) Participación en asambleas de cotapartidistas y de tenedores de títulos³⁶

Cuando los fondos de ahorro previsional estén integrados por obligaciones negociables, cotapartes de fondos de inversión cerrados o títulos financieros representativos de fideicomisos financieros de oferta pública, las administradoras de fondos de ahorro previsional correspondientes deben asistir a las asambleas ordinarias y extraordinarias de titulares de dichos valores. Asimismo, deben informar al Banco Central los temas tratados y las resoluciones adoptadas por las asambleas a las que hayan asistido.

d) Normativa de gobiernos corporativos de las empresas

Uruguay ha avanzado en la implementación de prácticas de gobierno corporativo, particularmente en el sector financiero. El Banco Central está procurando mejorar estas prácticas a través de la definición de estándares mínimos de gestión. Sin embargo, el país está todavía distante de prácticas adecuadas en materia de gobierno corporativo.

El indicador de protección al inversionista, que elabora el Banco Mundial, es de 5 para el caso de Uruguay, en una escala de 0 a 10. Los aspectos más débiles son la transparencia de la información (3) y la responsabilidad del directorio por sus actuaciones (4), mientras que el país obtiene una muy alta calificación en el poder de demanda judicial que tienen los accionistas en caso de ser perjudicados por ciertas transacciones (8) (ver Anexo N° 2).

³⁵ Ley N° 16.713 del 3 de septiembre de 1995.

³⁶ Circular N° 2.074 de 10 de diciembre de 2010.

III. Estructura de inversión de los Fondos de Pensiones

A continuación se presentan antecedentes de la estructura de inversión de los diferentes países para los cuales se cuenta con información a diciembre de 2010.

CARTERA DE INVERSIONES PAÍSES FIAP (DIC. 2010)							
América Latina	Sector	Sector	Sector	Sector	Otros (*)	Total	Total
Sistemas Obligatorios:	Estatal	Empresas	Financiero	Extranjero		Renta Fija	Renta Variable
Bolivia	56,94%	14,67%	26,92%	0,00%	1,47%	97,07%	1,46%
Chile	11,70%	27,61%	14,55%	45,06%	1,07%	50,73%	48,20%
Colombia	39,85%	29,65%	12,84%	12,62%	5,04%	49,91%	45,05%
Costa Rica	73,91%	2,96%	19,41%	2,42%	1,30%	92,86%	5,85%
El Salvador (1)	81,37%	0,91%	11,24%	2,55%	3,93%	96,07%	0,00%
México (2)	54,35%	27,41%	1,73%	11,84%	4,66%	78,40%	16,94%
Perú	15,97%	38,24%	18,74%	26,08%	0,97%	42,96%	56,07%
R. Dominicana (3)	49,22%	5,27%	45,51%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Uruguay (4)	83,85%	8,03%	1,12%	6,14%	0,86%	99,04%	0,10%
Europa	Sector	Sector	Sector	Sector	Otros (*)	Total	Total
Sistemas Obligatorios:	Estatal	Empresas	Financiero	Extranjero		Renta Fija	Renta
Bulgaria (5)	23,41%	45,34%	23,96%	36,30%	7,29%	67,05%	25,66%
Polonia	52,36%	42,84%	3,64%	0,69%	0,48%	63,10%	36,43%
Rumania	67,63%	23,22%	6,90%	2,22%	0,03%	87,23%	12,74%

(*) En otros se ha clasificado a los instrumentos no susceptibles de ser clasificados dentro de los sectores analizados: (i) Bolivia, Costa Rica, El Salvador, México, Uruguay y Polonia: activo disponible; (ii) Bulgaria: cuentas por cobrar de corto plazo; (iii) Chile: posición neta en derivados (forwards) + otros instrumentos; (iv) Colombia y Rumania: activo disponible + posición neta en derivados; y (v) Perú: operaciones en tránsito.

(1) El Salvador no está autorizado a invertir en el exterior; el porcentaje señalado en el cuadro obedece al cumplimiento de normas que regulan la clasificación de instrumentos en el país.

(2) En México, las Afores iniciaron la inversión en el extranjero en octubre de 2005.

(3) República Dominicana no cuenta con autorización para invertir en el exterior.

(4) A partir de mayo de 2008, las Administradora de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) en Uruguay pueden invertir hasta un 15% en el exterior (renta fija emitida por entidades internacionales de crédito).

(5) En Bulgaria, desde el año 2008, la Comisión de Supervisión Financiera modificó la manera de publicar la información del Sector Extranjero. Los porcentajes muestran la porción del Sector Extranjero del total de las inversiones, sin mostrar la diversificación por instrumentos. Las cifras de los sectores Estatal, Empresas y Financiero incluyen tanto las inversiones locales como en el extranjero. Es por ello que la suma de los sectores es mayor al 100%.

Fuente: FIAP.

Anexos

Anexo N° 1

Participación en elecciones de directorios 2010: Chile

Elecciones de directorios en que participaron los fondos de pensiones

Tamaño del Directorio	Número de Empresas	Cifra Repartidora	Proporción
6	1	14,30%	2,33%
7	31	12,50%	72,09%
9	11	10,00%	25,58%
Total	43		100,00%

Fuente: El papel de los fondos de pensiones en los gobiernos corporativos. Solange Berstein Jáuregui, Superintendente de Pensiones de Chile. Seminario "El rol de los inversionistas institucionales para el fortalecimiento de los gobiernos corporativos en Chile y otros países". Santiago, 19 de mayo de 2010.

Conclusión: Los fondos de cada administradora aisladamente no podrían elegir directores en ninguna sociedad.

Participación de los fondos de pensiones en las sociedades que renovaron directores

Participación %	Número de Empresas	Proporción
Mayor a 20%	4	9,30%
Entre 10% y 20%	13	30,23%
Menor a 10%	26	60,47%
Total	43	100,00%

Fuente: El papel de los fondos de pensiones en los gobiernos corporativos. Solange Berstein Jáuregui, Superintendente de Pensiones de Chile. Seminario "El rol de los inversionistas institucionales para el fortalecimiento de los gobiernos corporativos en Chile y otros países". Santiago, 19 de mayo de 2010.

Conclusiones: En un 60% de los casos, la participación de los fondos en su conjunto es inferior a un 10% de las acciones suscritas de la respectiva sociedad. La capacidad de los minoritarios para elegir directores independientes del controlador se potencia con la participación de los fondos de pensiones.

Continuación Anexo N° 1

Participación en elecciones de directorios 2010: Chile

Importancia relativa del voto de los fondos de pensiones en las elecciones

Tamaño del Directorio	Directores Titulares Electos	Directores Suplentes Electos
Mayor al 100% de la C-R	6	0
Menor al 100% y mayor al 50% de la C_R	27	1
Menor al 50% de la C_R	11	1
Total	44	

Fuente: El papel de los fondos de pensiones en los gobiernos corporativos. Solange Berstein Jáuregui, Superintendente de Pensiones de Chile. Seminario "El rol de los inversionistas institucionales para el fortalecimiento de los gobiernos corporativos en Chile y otros países". Santiago, 19 de mayo de 2010.

Conclusiones: La votación de los fondos de pensiones, incluyendo la confluencia de votos de otros minoritarios, permitió elegir un total de 44 directores titulares y 2 directores suplentes en 31 sociedades. Un 72% de los directores titulares fueron elegidos íntegramente o con el apoyo decisivo de los fondos de pensiones (más del 50% de los votos).

Número de directores elegidos por los fondos en cada sociedad anónima (S.A.)⁽¹⁾

Participación %	Número de S.A.	Proporción
Ninguno	12	27,91%
1 director	20	46,51%
2 directores	9	20,93%
3 directores	2	4,65%
Total	43	100,00%

(1) Sólo se considera a directores titulares.

Fuente: El papel de los fondos de pensiones en los gobiernos corporativos. Solange Berstein Jáuregui, Superintendente de Pensiones de Chile. Seminario "El rol de los inversionistas institucionales para el fortalecimiento de los gobiernos corporativos en Chile y otros países". Santiago, 19 de mayo de 2010.

Conclusión: En la mayoría de los casos los Fondos eligen a un Director.

Continuación Anexo N° 1

Participación en elecciones de directorios 2010: Chile

Importancia relativa del voto de los fondos de pensiones en las elecciones

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total directores elegidos	230	224	142	199	261	210	218	318	237	336	338
Directores elegidos por los fondos	28	29	18	26	40	28	29	42	26	34	46
Porcentaje	12,2%	12,9%	12,7%	13,1%	15,3%	13,3%	13,3%	13,2%	11,0%	10,1%	13,6%

(1) Sólo se considera a directores titulares.

Fuente: El papel de los fondos de pensiones en los gobiernos corporativos. Solange Berstein Jáuregui, Superintendente de Pensiones de Chile. Seminario "El rol de los inversionistas institucionales para el fortalecimiento de los gobiernos corporativos en Chile y otros países". Santiago, 19 de mayo de 2010.

Conclusión: El porcentaje de directores electos con la participación de los fondos se ha mantenido relativamente constante en los últimos 11 años.

Anexo N° 2

Fortaleza del Indicador de Protección a los inversionistas por países (1)

País	Transparencia Información	Responsabilidad Directorio	Poder Accionistas	Protección Inversionista
Bolivia	1	5	6	4,0
Bulgaria	10	1	7	6,0
Chile	8	6	5	6,3
Colombia	8	8	9	8,3
Costa Rica	2	5	2	3,0
El Salvador	5	2	6	4,3
Honduras	0	5	4	3,0
Kazakstán	8	1	9	6,0
México	8	5	5	6,0
Panamá	1	4	9	4,7
Perú	8	5	7	6,7
Polonia	7	2	9	6,0
República Dominicana	5	4	8	5,7
Rumania	9	5	4	6,0
Ucrania	5	2	7	4,7
Uruguay	3	4	8	5,0
Latino América y El Caribe	4,1	5,3	6,0	5,1
OCDE	6,0	5,2	6,8	6,0

Nota: El indicador de protección al inversionista es un promedio de los índices de transparencia de la información, responsabilidad del directorio y poder de los accionistas. El índice varía entre 0 y 10, donde valores más altos reflejan mayor protección a los inversionistas.

Transparencia de la información: ¿Qué órgano corporativo tiene poder legal suficiente para aprobar la transacción? ¿Se requiere que se hagan explícitos los potenciales conflictos de interés? ¿Se exige información inmediata de las transacciones al público y/o a los accionistas? ¿Son publicadas las transacciones en algún reporte periódico? ¿Debe algún organismo externo revisar los términos de la transacción antes de que tenga lugar?

Responsabilidad del directorio: ¿Pueden los accionistas demandar directa o indirectamente por el daño que la transacción de compra – venta le causó a la compañía? ¿Es posible hacer responsable al presidente del directorio por los daños que la transacción ocasionó a la compañía? ¿Pueden los accionistas mantener responsables a quienes aprobaron la transacción por los daños causados? ¿Puede una corte de justicia parar la transacción ante una demanda de los accionistas? ¿Deben los responsables reponer las ganancias realizadas si el reclamo y demanda respectiva es exitosa? ¿Se pueden aplicar multas y penas de prisión contra los responsables?

Poder de los accionistas: ¿Pueden los accionistas dueños del 10% o menos de las acciones inspeccionar los documentos de la transacción antes de presentar una demanda? ¿Pueden ellos mismos exigir un inspector que investigue la transacción? ¿Pueden los demandantes obtener cualquier documento de la parte demandada y testigos durante el juicio? ¿Pueden ellos mismos requerir categorías de documentos de la parte demandada sin identificar ninguno específico? ¿Puede el demandante interrogar directamente a la parte demandada y a los testigos durante el juicio? ¿Los niveles de prueba de los juicios civiles son más bajos que en los juicios criminales?

Fuente: Doing Business. IFC y World Bank. Ranking 2011.