



**SERIE REGULACIONES COMPARADAS**

**FONDOS DE PENSIONES:  
EXIGENCIAS DE CAPITAL, SOLVENCIA Y RESERVAS EN LOS  
NUEVOS PROGRAMAS DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL<sup>1</sup>**

Santiago, Octubre 2011

---

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

# Contenido

<i>Resumen Ejecutivo</i> .....	3
<i>I. Introducción</i> .....	12
<i>II. Resultados</i> .....	13
1. <b>Bolivia</b> .....	13
2. <b>Bulgaria</b> .....	14
3. <b>Chile</b> .....	16
4. <b>Colombia</b> .....	18
5. <b>Costa Rica</b> .....	23
6. <b>Curaçao</b> .....	28
7. <b>El Salvador</b> .....	30
8. <b>Kazajstán</b> .....	33
9. <b>México</b> .....	34
10. <b>Panamá</b> .....	36
11. <b>Perú</b> .....	37
12. <b>Polonia</b> .....	40
13. <b>República Dominicana</b> .....	44
14. <b>Rumania</b> .....	46
15. <b>Ucrania</b> .....	47
16. <b>Uruguay</b> .....	48

## Resumen Ejecutivo

La normativa de los distintos programas de capitalización individual exige requisitos de capital y reservas para la formación y operación de las administradoras de fondos de pensiones, que dependen del país específico, pero en general se trata de montos fijos en moneda nacional (reajustables) o en monedas internacionales, y reservas o encajes equivalentes a porcentajes de los fondos de pensiones administrados. El documento se concentra en analizar estos requisitos para la etapa de acumulación, y no profundiza en las reservas que en algunos casos se exigen para garantizar las prestaciones de la fase de desacumulación.

En cuanto a las exigencias definidas como un monto fijo, las cifras de capital y patrimonio exigido fluctúan entre US \$ 0,1 MM en Ucrania hasta US \$ 7,3 MM en Polonia<sup>2</sup>. En varios países este monto depende del número de afiliados que tienen las administradoras, como en El Salvador y Chile, donde el patrimonio debe aumentar hasta que la administradora alcanza cierto número de afiliados. También sucede lo mismo en República Dominicana, pero con la diferencia de que en este caso no existe tope para el requerimiento de patrimonio.

Algunos países distinguen la exigencia impuesta para la formación de una administradora, con aquella que prevalece una vez que ésta se encuentra en operación. En la mayoría de los países de Europa del Este el patrimonio de las administradoras puede bajar hasta un determinado porcentaje del capital inicialmente exigido (entre 20% - 50%). En Costa Rica se vincula el requisito de capital y patrimonio a los niveles de riesgo operativo, solvencia y de mercado que enfrentan los fondos de pensiones.

El capital mínimo que se debe enterar depende también en ciertos países del ámbito de actividades que tienen las administradoras, que no se restringe de igual manera en todos ellos. Por ejemplo, en Colombia, el capital mínimo para administrar fondos de pensiones es de US \$ 3,6 MM y para fondos de cesantías es de US \$ 1,8 MM, de manera que una administradora que participa en ambos mercados debe tener un capital total de US \$ 5,4 MM. Otro caso es el de Kazajstán, cuya normativa impone un capital mínimo de US \$ 1,7 MM y US \$ 0,7 MM dependiendo de si se trata de fondos abiertos o corporativos. Además, si las administradoras desean efectuar directamente las inversiones, deben obtener otra licencia, para la cual se exige un capital de US \$ 3,4 MM y US \$ 2,0 MM para fondos abiertos y corporativos, respectivamente.

Finalmente, en lo referido al capital, existen países que imponen requisitos en relación al tamaño del fondo de pensiones administrado. En Ucrania, el valor de los activos administrados no puede ser mayor a 50 veces el capital de la administradora de activos, mientras que en Colombia el valor de los activos administrados no puede exceder de 48 veces el patrimonio técnico, lo que equivale a que dicho patrimonio no puede ser inferior al 2,1% de los activos. Otro aspecto específico de Colombia es que se establece un capital máximo, el cual no puede ser superior a 10 veces el mínimo, con el objetivo de evitar la

---

<sup>2</sup> En general, se utilizó el tipo de cambio del 26 de abril de 2011 para hacer las transformaciones a dólares de los EE.UU.

concentración económica. En Curaçao, el capital mínimo de las compañías de seguros debe ser equivalente a un 4% de los recursos administrados, con un mínimo de US \$ 0,3 MM. Por otra parte, en Uruguay, el patrimonio de las administradoras en operación debe ser el mayor valor entre US \$ 1,6 MM o 2% del fondo, con un tope de US \$ 4,0 MM, y en El Salvador debe ser como mínimo de 3% de los fondos, pero con un tope de US \$ 10 MM.

La mayoría de los países (excepto Bolivia, Costa Rica, Kazajstán, Panamá y Rumania) exigen a las administradoras la mantención de reservas o encajes que deben ser financiados con sus propios recursos, y que varían entre un 0,25% de los fondos en El Salvador hasta una cifra máxima de 2% en Uruguay, 3% en Bulgaria y 5% en Curaçao. Sin embargo, es importante hacer notar que en este último país el requerimiento se aplica a los fondos de pensiones, que son fundaciones (y aparentemente la reserva se constituye con recursos de los propios fondos), y no a las compañías de seguros.

En general, el objetivo de la constitución de reservas o encajes es garantizar la obtención de una cierta rentabilidad mínima exigida por la normativa, y cubrir perjuicios o minusvalías producidas por el incumplimiento de la regulación de inversiones por parte de las administradoras.

De los dieciséis países analizados, seis no imponen a las administradoras la obtención de una rentabilidad mínima (Bolivia, Costa Rica, Curaçao, Kazajstán, México y Panamá). Entre los nueve que sí exigen rentabilidad mínima, en cinco se trata de un “benchmark” relativo, es decir medido exclusivamente en relación al promedio de rentabilidad de los fondos de pensiones (Bulgaria, Chile, El Salvador, Polonia y República Dominicana). En Perú se consideran portafolios de referencia aplicables a cada uno de los fondos, y en Colombia se toma en cuenta la rentabilidad de los fondos y un componente de referencia, que puede estar conformado por un portafolio de referencia, índices de mercado o una combinación de ambos. También existen requisitos de obtención de rentabilidad mínima absoluta, ya que en Rumania la rentabilidad nominal durante la fase de acumulación debe ser superior a 0% y, además, se exige una garantía de rentabilidad relativa al mercado. En cambio, en Uruguay, la garantía de rentabilidad es el menor valor entre un 2% real anual y la rentabilidad real anual promedio del sistema menos dos puntos porcentuales.

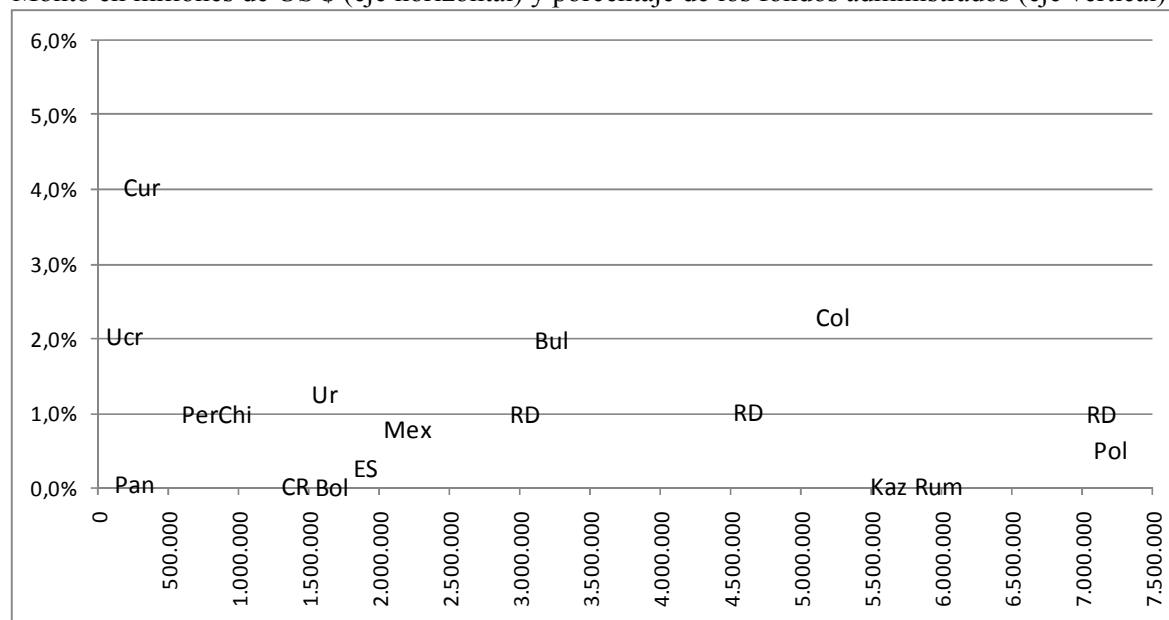
En algunos programas de capitalización individual la normativa exige otro tipo de garantías adicionales a las ya señaladas. En Colombia, las administradoras deben contribuir al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), con el objetivo de asegurar el reembolso de los recursos previsionales en caso de disolución o liquidación de la administradora. En Perú, la regulación exige la constitución de una carta fianza bancaria no menor al 0,5% de la cartera administrada, deducido el encaje, que garantiza la rentabilidad mínima y eventuales perjuicios causados a los fondos por incumplimiento de las obligaciones, dolo o negligencia. En Polonia, se forma una Cuenta Prima equivalente al 0,005% de los fondos, que se constituye con los recursos de los propios fondos, y que puede ser retirada por las administradoras que han tenido una buena gestión de rentabilidad y que han logrado retornos superiores a la inflación en los últimos setenta y dos meses. En República Dominicana y Uruguay, se forma una reserva de fluctuación de rentabilidad, con los excesos de retorno que obtengan las administradoras sobre un

determinado nivel definido por la regulación, y que posteriormente se utiliza, entre otros casos, para complementar la rentabilidad cuando ésta haya sido inferior a la mínima exigida.

Los cuadros y gráficos que siguen muestran esquemáticamente un resumen de las exigencias en los diferentes países.

### Exigencias de Capital, Patrimonio y Reservas en Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Monto en millones de US \$ (eje horizontal) y porcentaje de los fondos administrados (eje vertical)



Bol: Bolivia; Bul: Bulgaria; Chi: Chile; Col: Colombia; CR: Costa Rica; Cur: Curaçao; ES: El Salvador; Kaz: Kazajstán; Mex: México; Pan: Panamá; Per: Perú; Pol: Polonia; RD: República Dominicana; Rum: Rumania; Ucr: Ucrania; y Ur: Uruguay.

Nota: Cuando la exigencia está en un rango que depende de cierta variable, se asume la mitad de dicho rango; cuando existen varios requisitos, se considera el más exigente; para Curaçao se consideró la exigencia impuesta a las compañías de seguros, porque los fondos son fundaciones; si existe un tope máximo al capital o patrimonio y a la vez se impone un requisito como porcentaje del fondo administrado, se utilizó este último; si los requisitos varían en función del ámbito de actividad de la administradora, se consideró la suma total; en República Dominicana, el requisito varía en función del número de afiliados, sin límite, por ello aparecen tres referencias con RD.

### Exigencias de Capital y Reservas en los Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Exigencia	Bolivia	Bulgaria	Chile
Capital Mínimo	1.000.000 DEG (US \$ 1.609.550)	Capital mínimo inicial es BGN 5 MM (US \$ 3.322.877).	5.000 UF (US \$ 220.337).
Patrimonio / Solvencia	n.a.	En todo momento el patrimonio de las compañías de seguros de retiro debe ser igual o mayor al 50% del capital mínimo exigido para la creación de la compañía.	0 – 4.999 afiliados → 5.000 UF (US \$ 220.337). 5.000 – 7.499 afiliados → 10.000 UF (US \$ 440.673). 7.500 – 9.999 afiliados → 15.000 UF (US \$ 661.010). 10.000 + afiliados → 20.000 UF (US \$ 881.347).
Encaje / Reserva	n.a.	i) Reserva creada con excesos de retorno, no mayor al 1% de los activos del fondo; forma parte del fondo. ii) Reserva constituida con recursos de las compañías, no menor al 1% ni mayor al 3% de los activos del respectivo fondo. Objetivo reservas: garantizar la rentabilidad mínima exigida. ii) Reserva para garantizar el pago de pensiones vitalicias a los afiliados (fondos universales).	1% de cada fondo de pensiones. Se invierte en cuotas del respectivo fondo, pero forma parte de los activos de la AFP y pasivos del fondo. Objetivo: responder a la exigencia de rentabilidad mínima.
Rentabilidad Mínima	n.a.	Menor valor entre: i) 60% del retorno promedio de los fondos del mismo tipo (universales u ocupacionales) durante los últimos 24 meses; y ii) dicho promedio menos 3 puntos porcentuales.	Fondos A y B. Menor valor entre: i) rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, menos 4 puntos porcentuales; y ii) promedio señalado, menos 50% del valor absoluto de dicho promedio. Fondos C, D y E. Mismo cálculo, pero en i) se reemplaza 4 por 2 puntos porcentuales.
Otras garantías	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: FIAP.

n.a.: No Aplica.

### Exigencias de Capital y Reservas en los Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Exigencia	Colombia	Costa Rica	Curaçao
Capital Mínimo	Fondos de Pensiones: \$ 6.831 MM (US \$ 3.563.455). Cesantías: \$ 3.417 MM (US \$ 1.782.510). Ambos: \$ 10.248 MM (US \$ 5.345.964).	Capital mínimo: ₡250.000.000 (año 2000); se ajusta cada año por Índice de Precios al Consumidor (IPC). En octubre de 2007 se establece que el Capital Social Mínimo exigido a las Operadoras es de 994.977,354 Unidades de Desarrollo (US \$ 1.459.247). Requerimiento de Capital mínimo de acuerdo con los riesgos asociados a la operativa es igual a la sumatoria de: 10% del monto por concepto de Riesgo de Crédito, más el monto del Riesgo Operativo, más el Valor en Riesgo del portafolio propio.	Compañías de seguros: 4% de recursos previsionales administrados, con un mínimo de ANG. 500.000 (US \$ 282.486). Fondos de pensiones: no hay requerimientos específicos, son fundaciones.
Patrimonio / Solvencia	Valor de los activos de los fondos administrados (sin tener en cuenta la deuda pública colombiana) no puede exceder de 48 veces el patrimonio técnico. Capital no puede ser superior a 10 veces el monto mínimo (para evitar concentración económica).	Se cumple requisito de patrimonio mínimo cuando el capital base de la administradora es superior a un determinado nivel que depende del Riesgo Operativo, Riesgo de Crédito (clasificación de riesgo de instrumentos) y Riesgo de Mercado (Var histórico últimos 60 días para un horizonte temporal de 21 días).	n.a.
Encaje / Reserva	Reserva de Estabilización de Rendimientos equivalente al 1% de los Fondos. Se invierte en cuotas del respectivo Fondo y se financia con recursos de la administradora. Objetivo: cubrir los defectos de la rentabilidad mínima del Fondo exigida.	n.a.	Fondos de pensiones: (i) Reserva General (5% fondos); (ii) Reserva Inversiones (más alta mientras más inversión en acciones); (iii) Reserva Tablas (0,4% de recursos de pensiones por cada año dentro de un periodo de 5 años, cuando se revisan tablas).
Rentabilidad Mínima	Metodología toma en cuenta rentabilidad promedio de los fondos y un componente de referencia, que puede estar conformado por un portafolio de referencia, índices de mercado o una combinación de ambos. Periodo de cálculo varía entre 36 y 60 meses dependiendo del fondo.	n.a.	n.a.
Otras garantías	Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, financiado con cargo a las administradoras. Objetivo: asegurar el reembolso de los recursos previsionales en caso de disolución o liquidación de la administradora.	n.a.	n.a.

Fuente: FIAP.  
n.a.: No Aplica.

### Exigencias de Capital y Reservas en los Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Exigencia	El Salvador	Kazajstán	México
Capital Mínimo	0 – 19,999 afiliados → 5 MM Colones (US\$ 571.429). 20.000 – 39,999 afiliados → 7,5 MM Colones (US\$ 857.143). 40.000 + afiliados → 15 MM Colones (US\$ 1.714.286).	Fondos abiertos: 250 MM tenges o US \$ 1.718.686. Fondos corporativos: 100 MM tenges o US \$ 687.474. Para realizar administración de inversiones directamente, se requiere otra licencia, con un capital mínimo de 500 MM tenges (US \$ 3.437.371) y 300 MM tenges (US \$ 2.062.423), para fondos abiertos y corporativos, respectivamente.	\$ 25 MM (US\$ 2.160.107) → Afore. \$ 100.000 (US\$ 8.640) → Cada Siefore Básica (SB).
Patrimonio / Solvencia	Patrimonio Neto Mínimo (PNM) no puede ser inferior al 3% de los fondos de pensiones, sin exceder los US\$ 10 MM. PNM no puede ser inferior al capital mínimo. Objetivo: garantizar rentabilidad mínima.	n.a.	Capital fijo sin derecho a retiro debe ser por lo menos igual al capital mínimo.
Encaje / Reserva	Se exige un Aporte Especial de Garantía (AEG), que es un porcentaje del activo del fondo administrado; actualmente este porcentaje es 0,25%. Para conformarlo se pueden contratar, con recursos propios de las AFP, avales, fianzas u otros instrumentos financieros. Objetivo: respaldar la rentabilidad mínima.	n.a.	Por cada Siefore Básica (SB) debe constituirse una Reserva Especial equivalente al 0,8% de los activos netos de la SB. Por cada SB adicional se debe invertir al menos 1% de los activos netos de la SB, hasta \$ 900.000 (US\$ 77.764). Objetivo: cubrir minusvalías derivadas del incumplimiento al régimen de inversión.
Rentabilidad Mínima	Cada mes la rentabilidad nominal de los últimos 12 meses (RN12M) no puede ser menor a: i) la RN12M promedio de todos los fondos, menos 3 puntos; y ii) 80% de la RN12M promedio de todos los fondos.	n.a.	n.a.
Otras garantías	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: FIAP.  
n.a.: No Aplica.



## Exigencias de Capital y Reservas en los Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Exigencia	Panamá	Perú	Polonia
Capital Mínimo	US \$ 250.000.	S/. 2.279.372 (US\$ 806.344).	5 millones de euros (US\$ 7.340.000).
Patrimonio / Solvencia	n.a.	Igual a capital mínimo. AFP deben aumentar capital de acuerdo a requerimientos de operación o si se lo exige la Superintendencia para proteger los derechos de los afiliados.	Patrimonio no puede ser inferior al 50% del capital mínimo.
Encaje / Reserva	n.a.	Se calcula diariamente en función de: i) las tasas de Encaje aplicables a los distintos instrumentos de inversión definidas por la Superintendencia; ii) inversión en diferentes instrumentos; iii) valor total de las inversiones; y iv) Encaje mantenido y valor cartera administrada el día anterior. Forma parte de los activos de la AFP. Objetivo: garantizar la rentabilidad mínima y cobertura de perjuicios generados a los Fondos de Pensiones por incumplimiento de obligaciones, dolo o negligencia.	i) Fondo de Garantía Principal: hasta un 0,1% de los activos netos de los fondos de pensiones abiertos, a menos que deudas con fondos de pensiones abiertos excedan este porcentaje; financiado con aportes de las administradoras y manejado por la entidad depositaria nacional. ii) Fondo de Garantía Adicional: entre 0,3% y 0,4% de los activos netos de los fondos abiertos de pensiones; financiado con aportes de las administradoras.
Rentabilidad Mínima	n.a.	Determinada por la Superintendencia. Porcentaje real menor de retorno de referencia aplicable a cada Fondo, menos un factor porcentual fijo y un factor porcentual variable. Respaldada por Encaje y otras garantías.	Menor valor entre el 50% de la rentabilidad promedio ponderada de todos los fondos de pensiones y dicha rentabilidad menos 4 puntos porcentuales.
Otras garantías	n.a.	Carta fianza bancaria solidaria, incondicional, irrevocable y de realización automática, expedida a favor de la Superintendencia. Monto: no menor a 0,5% de cartera administrada, deducido el valor del Encaje mantenido. Se ejecuta una vez agotados los recursos del Encaje. Objetivo: cumplimiento de la rentabilidad mínima y cobertura de perjuicios generados a los Fondos de Pensiones por incumplimiento de obligaciones, dolo o negligencia.	Cuenta Prima, equivalente al 0,005% del valor de los activos netos administrados; financiados con recursos de los fondos de pensiones. Administradoras con mejores resultados pueden girar recursos de esta cuenta a otra de reserva y posteriormente de esta última si la rentabilidad supera a la variación del índice de Precios al Consumidor (IPC) en últimos 72 meses.

Fuente: FIAP.  
n.a.: No Aplica.

### Exigencias de Capital y Reservas en los Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Exigencia	República Dominicana	Rumania
Capital Mínimo	1 – 10.000 afiliados → U\$ 461.792. 10.001 – 15.000 afiliados → U\$ 507.971. 15.001 – 20.000 afiliados → U\$ 554.150. 20.001 – 25.000 afiliados → U\$ 600.329. Por cada 5.000 afiliados adicionales, se debe sumar US \$ 46.179.	EUR 4 MM (U\$ 5.872.000).
Patrimonio / Solvencia		No puede disminuir más allá de un 20% del capital mínimo.
Encaje / Reserva	Garantía de Rentabilidad, que debe ser igual al 1% de los fondos de pensiones y se registra en cuotas del fondo.	n.a.
Rentabilidad Mínima	Rentabilidad promedio ponderada de todos los fondos de pensiones, menos dos puntos porcentuales.	Rentabilidad de 0% nominal durante la fase de acumulación. Garantía de rentabilidad en relación al promedio de mercado (benchmark revisado trimestralmente).
Otras garantías	Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, formada con los excesos de retorno sobre determinados niveles definidos en la normativa.	Fondo de Garantía financiado con aportes de las administradoras y proveedores de pensiones.

Fuente: FIAP.  
n.a.: No Aplica.

## Exigencias de Capital y Reservas en los Programas de Capitalización Individual (Octubre 2011)

Exigencia	Ucrania	Uruguay
Capital Mínimo	<p>Administradoras de fondos y administradoras de activos de fondos de pensiones no estatales: a) Capital: US\$ 62.500; b) Fondo de Reserva: US\$ 25.000.</p> <p>Si la administradora de fondos y de activos son una sola entidad, debe tener ambas licencias y su capital debe ser como mínimo de US\$ 100.000.</p> <p>Para bancos que crean y administran fondos de pensiones su capital debe ser como mínimo de US\$ 15 MM.</p>	60.000 UR (US\$ 1.616.367).
Patrimonio / Solvencia	<p>Para administradoras de activos de fondos de pensiones no estatales, el valor de dichos activos no puede ser mayor a 50 veces el capital.</p>	<p>Cuando la administradora ha iniciado la formación del Fondo de Ahorro Previsional, el Patrimonio Mínimo, excluida la Reserva Especial, debe ser el mayor valor entre 60.000 UR o 2% del fondo, hasta un máximo de 150.000 UR (US\$ 4.040.917).</p>
Encaje / Reserva	<p>La reserva para las administradoras de fondos y administradoras de activos de los fondos de pensiones no estatales debe ser de US\$ 25.000.</p> <p>Si ambas son una sola compañía su reserva debe ser de US\$ 37.500.</p> <p>Bancos que crean y administran fondos de pensiones deben tener reservas, a su costo, que dependan de la situación económica en el país, la proyección de inflación y de los retornos. Generalmente las reservas fluctúan entre 1% y 4% de los activos de los fondos administrados. La reserva garantiza los pagos y los requisitos de rentabilidad mínima.</p>	<p>Reserva Especial (RE) de un monto equivalente a un mínimo de 0,5% y un máximo de 2,0% del fondo.</p> <p>Banco Central determina el porcentaje.</p> <p>La RE no puede ser inferior al 20% del capital mínimo; debe ser invertida en cuotas del fondo.</p> <p>Objetivo: responder de la rentabilidad mínima.</p>
Rentabilidad Mínima	<p>Los fondos de pensiones no estatales no pueden definir garantías de retorno mínimo para ningún plan de pensiones.</p> <p>Sin embargo, el contrato para la administración de los activos de los fondos puede incluir el compromiso del administrador de activos de asegurar una rentabilidad mínima equivalente a la inflación oficial.</p> <p>Los bancos que manejan fondos de pensiones deben garantizar una rentabilidad mínima equivalente a la inflación oficial.</p>	<p>Menor valor entre 2% real anual y la rentabilidad real anual promedio del Sistema menos dos puntos porcentuales; a partir de 2011 la rentabilidad real anual promedio se calculará como un medio de la rentabilidad acumulada en los últimos 24 meses y a partir de 2012 como un tercio de la rentabilidad acumulada en los últimos 36 meses.</p>
Otras garantías	<p>Los bancos pueden abrir a sus clientes cuentas de ahorro para el retiro dentro de los fondos para garantizar los depósitos (US\$ 18.750); tales cuentas son garantizadas por el Estado dentro del monto especificado.</p>	<p>Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, que se forma con la rentabilidad real anual que supera a la rentabilidad real promedio de todos los fondos, incrementada en el máximo entre 50% de dicho promedio o dos puntos porcentuales.</p>

Fuente: FIAP.

## **I. Introducción**

En este trabajo se presentan y comparan las exigencias de capital, solvencia y reservas en los nuevos programas de capitalización individual que se han establecido en quince países de Latinoamérica y Europa.

Estrechamente ligados a estas exigencias están las garantías de rentabilidad que muchos países establecen en las regulaciones de los programas de capitalización individual. Se estimó indispensable presentar también esta información, así como otras garantías adicionales que están incorporadas a la regulación y que imponen mayores exigencias a las administradoras.

El trabajo tiene un carácter descriptivo. Se procesaron y analizaron las leyes que rigen a los distintos programas y algunas normas complementarias. Además, se recibieron comentarios de las Asociaciones Gremiales<sup>3</sup> de los distintos países incluidos en el estudio, que permitieron corregirlo y mejorarlo. Agradecemos este apoyo brindado. Además, se recurrió a las páginas Web de las entidades fiscalizadoras de los sistemas de pensiones.

---

<sup>3</sup> En el presente informe, se incluyeron comentarios de los socios FIAP hasta octubre de 2011.

## **II. Resultados**

### **1. Bolivia**<sup>4</sup>

#### **a) Capital y Patrimonio Mínimo**

El artículo 29 de la Ley establece, dentro de los requisitos para el otorgamiento de licencia para realizar las actividades de Administradora de Fondos de Pensiones (AFP), que se debe constituir y mantener íntegramente pagado un capital mínimo de un millón de derechos especiales de giro (equivalente a US \$ 1.609.550<sup>5</sup>), representando por acciones nominativas.

Por otra parte, el artículo 34 de la Ley establece que la entidad reguladora intervendrá a una AFP en caso de que ésta mantenga un capital inferior al mínimo legal, por un plazo que exceda los 60 días calendario.

#### **b) Encaje / Reserva**

No aplica en el caso de Bolivia.

#### **c) Rentabilidad Mínima**

No aplica en el caso de Bolivia.

#### **d) Otras Garantías**

Existen garantías de pago y resarcimiento a la entidad reguladora, por concepto de daños, pérdidas, costos, gastos y otros pasivos de la AFP que resulten del no desempeño o del desempeño inadecuado de sus obligaciones presentes y futuras, en lo que se refiere a cualquier obligación de la administradora.

---

<sup>4</sup> Ley N° 1.732 del 29 de diciembre de 1996.

<sup>5</sup> DEG1 = US \$ 1,60955 al 26 de abril de 2011.

## **2. Bulgaria<sup>6</sup>**

### **a) Capital y Patrimonio Mínimo**

El monto mínimo de capital inicial que deben aportar las compañías de seguros de retiro es de BGN 5 millones, equivalente a US \$ 1.794.559<sup>7</sup>. Posteriormente, el patrimonio de estas compañías no puede ser menor al 50% del monto mínimo anteriormente señalado. Si el patrimonio cae por debajo del mínimo exigido, la compañía debe enviar a la entidad fiscalizadora un programa de rehabilitación para cumplir con el requerimiento legal.

Las compañías de seguros de retiro pueden contratar préstamos hasta por el 10% del patrimonio, si dichos préstamos se utilizan para la adquisición de activos fijos que son directamente necesarios para el cumplimiento de las funciones de las compañías, y el plazo de los préstamos no es más largo que tres meses. Las compañías no pueden emitir bonos.

### **b) Reserva de Pensión**

Las compañías de seguros de retiro que administran fondos de pensiones universales (UPF)<sup>8</sup> y ocupacionales (PPF)<sup>9</sup> deben garantizar con sus activos el cumplimiento de sus obligaciones con los afiliados.

Las compañías que administran UPF deben obligatoriamente constituir reservas de pensiones conforme a los procedimientos definidos por la entidad supervisora. La Reserva de Pensión debe cubrir el pago de las pensiones a las personas que han vivido más allá que los supuestos actuariales. Cabe señalar que, de acuerdo a las normas del sistema complementario obligatorio de retiro, los afiliados tienen derecho a pensiones vitalicias cuando han cumplido los requisitos de años de servicio y edad establecidos por el pilar público de la seguridad social (programa de reparto). Las compañías no pueden distribuir dividendos a los accionistas mientras no cumplan con los requerimientos de reservas.

### **c) Reservas para garantizar la Rentabilidad Mínima**

Para garantizar la obtención de la rentabilidad mínima exigida por la normativa (ver punto siguiente), se deben crear reservas en los fondos de pensiones y en las compañías de seguros de retiro.

Cuando la tasa de rentabilidad obtenida por un UPF o PPF excede por más de 40% al mayor valor entre el retorno promedio de todos los fondos del mismo tipo (universales u ocupacionales), y dicho promedio más tres puntos porcentuales, el exceso debe traspasarse a la Reserva de Rentabilidad Mínima en el fondo de pensiones respectivo. Esta reserva no puede ser mayor al 1% de los activos del fondo.

---

<sup>6</sup> Social Insurance Code, Part Two, Supplementary Social Insurance.

<sup>7</sup> Tipo de cambio BGN / US \$ del 26/04/2011: 2,7862 (Banco Central de Rumania).

<sup>8</sup> Los Fondos de Pensión Universales (Universal Pension Funds, UPF) son de carácter obligatorio para todos los trabajadores nacidos después del 31 de diciembre del año 1959.

<sup>9</sup> Los Fondos de Pensión Profesionales u Ocupacionales (Professional Pension Funds, PPF) son de carácter obligatorio y reúnen a todos los trabajadores que trabajan bajo condiciones de trabajo pesadas.

Por otra parte, la compañía de seguros de retiro debe establecer, con cargo a sus propios recursos, una reserva para cada fondo de pensiones obligatorio y complementario que administra, por un monto no menor al 1% ni mayor al 3% de los activos del respectivo fondo. La decisión respecto al porcentaje específico dentro de este rango es de la compañía.

Si la rentabilidad del UPF o PPF es inferior a la mínima exigida, la diferencia debe ser cubierta con la Reserva de Rentabilidad Mínima que exista en el fondo respectivo. Cuando ésta es insuficiente, la compañía debe utilizar la reserva constituida con sus propios recursos.

#### **d) Rentabilidad Mínima**

Las compañías de seguros de retiro están obligadas a alcanzar una rentabilidad mínima en la inversión de los UPF y PPF. Esta rentabilidad mínima debe ser determinada por la entidad supervisora al final de cada trimestre, en forma separada para ambos tipos de fondos, sobre la base del retorno obtenido en la administración de los activos de todos los fondos de cada tipo en los últimos 24 meses. El porcentaje mínimo de retorno nominal para los respectivos fondos de pensiones es igual al menor valor entre el 60% del retorno promedio ponderado, y dicho promedio menos 3 puntos porcentuales. La ponderación de cada fondo para el cálculo del promedio se calcula dividiendo sus activos por la suma total de los activos de todos los fondos. Dicha ponderación no puede superar el 20% para efectos de la determinación de la rentabilidad mínima. Además, la rentabilidad nominal acumulada en la fase de acumulación debe ser como mínimo de 0%.

Si un fondo obligatorio y complementario obtiene una rentabilidad que es inferior al mínimo exigido, la compañía de seguros que lo administra está obligada a cubrir la diferencia hasta llegar al mínimo con cargo a las reservas que deben ser constituidas para este propósito en el fondo de pensiones y en la compañía de seguros.

### **3. Chile<sup>10</sup>**

#### **a) Capital y Patrimonio Mínimo**

El capital mínimo necesario para la formación de una administradora de fondos de pensiones (AFP) es el equivalente en pesos de 5.000 Unidades de Fomento (UF<sup>11</sup>) o un monto de US \$ 231.898<sup>12</sup>.

Además, las AFP deben mantener permanentemente un patrimonio al menos igual al capital mínimo exigido, el cual aumenta con el número de afiliados que se encuentran incorporados a ellas. El patrimonio exigido es de 10.000 UF al completar 5.000 afiliados (US \$ 463.796<sup>5</sup>), de 15.000 UF al completar 7.500 afiliados (US \$ 695.694<sup>5</sup>) y de 20.000 UF al completar los 10.000 afiliados (US \$ 927.592<sup>5</sup>).

Si el patrimonio de la AFP se redujere de hecho a una cantidad inferior al mínimo exigido, ella estará obligada, cada vez que esto ocurra, a completarlo dentro del plazo de seis meses y, si no lo hiciera, se le revocará la autorización de existencia y se procederá a la liquidación de la AFP.

#### **b) Encaje**

Las AFP deben mantener un activo denominado Encaje, equivalente a un 1% de cada fondo de pensiones.

Este Encaje se invierte en cuotas del respectivo fondo de pensiones, pero es un activo de los accionistas de las AFP y un pasivo para el fondo. El objetivo del Encaje es responder de la rentabilidad mínima exigida por la Ley. Los títulos del Encaje son inembargables.

#### **c) Rentabilidad Mínima**

En cada mes las AFP son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses de cada uno de los fondos de pensiones no sea menor al porcentaje que resulte inferior entre:

En el caso de los fondos tipos A y B:

- i. La rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos cuatro puntos porcentuales; y
- ii. La rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

---

<sup>10</sup> D.L. 3.500.

<sup>11</sup> Esta unidad se modifica diariamente de acuerdo a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del mes anterior.

<sup>12</sup> Utilizando el tipo de cambio observado \$/US \$ del 26/04/2011: 467,63; y el valor de la UF de la misma fecha: \$ 21.688,5.



En el caso de los fondos tipos C, D y E:

- i. La rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos dos puntos porcentuales; y
- ii. La rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

Los fondos de pensiones A, B, C, D y E se diferencian fundamentalmente en el límite máximo y mínimo de inversión en renta variable, siendo el tipo A el fondo con mayor inversión en renta variable y el tipo E el fondo que tiene menor inversión en esta clase de instrumentos.

En el caso que un fondo cuente con menos de 36 meses de funcionamiento, la holgura para la letra i. en el caso de los Fondos Tipos A y B aumenta, desde menos cuatro puntos porcentuales a seis puntos porcentuales. En el caso de los Fondos Tipos C, D y E la holgura aumenta desde menos dos puntos porcentuales a menos cuatro puntos porcentuales.

Todas estas normas no son aplicables a las AFP, respecto de cualquiera de sus fondos de pensiones que cuenten con menos de 12 meses de funcionamiento.

## **4. Colombia**<sup>13</sup>

### **a) Patrimonio Mínimo**

Las entidades administradoras del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS) deben disponer de un patrimonio igual al 50 % del exigido para la constitución de una corporación financiera, el cual respalda exclusivamente el desarrollo del negocio de administración de fondos de pensiones.

De acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>14</sup>, los montos mínimos de capital que se deben acreditar para solicitar la constitución de las entidades sometidas a su control y vigilancia, son de \$ 6.831 MM (US \$ 3.563.455<sup>8</sup>) para las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de \$ 3.417 MM (US \$ 1.782.510<sup>8</sup>) para las sociedades administradoras de cesantías. Los capitales mínimos señalados se acumulan cuando la sociedad administra simultáneamente fondos de pensiones y de cesantía, resultando un total de \$10.248 MM, monto equivalente a US \$ 5.345.964<sup>15</sup>.

El patrimonio asignado a la administración de los fondos de pensiones puede destinarse a las inversiones que se autoricen, y no es computable para el cumplimiento de los requisitos patrimoniales que tenga la respectiva sociedad para el desarrollo de sus demás negocios. Debe llevarse contabilidad en forma separada, en conformidad a lo que establezca la Superintendencia Bancaria.

Con el fin de evitar la concentración económica, las sociedades que administren fondos de pensiones no pueden tener un capital superior a 10 veces el monto mínimo establecido. Este límite puede ser modificado por el gobierno de acuerdo con la evolución del régimen.

### **b) Relación de Solvencia**

El valor total de los activos de todos los fondos y/o patrimonios autónomos que manejen las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías y las sociedades administradoras de fondos de pensiones, no puede exceder de 48 veces el patrimonio técnico de la respectiva entidad.

### **c) Garantías**

Las administradoras deben contar con la garantía del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), con cargo a sus propios recursos, para asegurar el reembolso del saldo de las cuentas individuales de ahorro pensional, en caso de disolución o liquidación de la respectiva administradora, sin sobrepasar respecto de cada afiliado el 100% de las cotizaciones obligatorias, incluidos sus respectivos intereses y rendimientos, y de 150 salarios mínimos legales mensuales correspondientes a cotizaciones voluntarias. Las garantías en ningún caso pueden ser inferiores a las establecidas por la Superintendencia Bancaria para las instituciones del régimen financiero.

---

<sup>13</sup> Ley 100 de 1993; Decreto N° 1.592 de 19/05/2004; Decreto N° 2.664 de 12/07/2007.

<sup>14</sup> Artículo 80 del E.O.S.F. año 2010.

<sup>15</sup> Tipo de cambio: 1.916,96 pesos colombianos por dólar (30/11/2010).

#### d) Rentabilidad Mínima

La rentabilidad mínima que la sociedad administradora debe obtener en cada uno de los tipos de fondos de pensiones obligatorios es determinada con base en la suma de los siguientes factores ponderados:

1. **Componente de Referencia.** Puede estar conformado por la rentabilidad de un portafolio de referencia, por la suma ponderada de las rentabilidades calculadas con base en un conjunto de índices del mercado, o por una combinación de ambos elementos.

Para cada tipo de fondo de pensiones obligatorio se establece un *Componente de Referencia* que debe tener en consideración criterios de largo plazo. Para su construcción la Superintendencia Financiera de Colombia puede utilizar un portafolio de referencia para cada tipo de fondo de pensiones obligatorio o el mismo para todos los tipos de fondos, con ponderaciones distintas dentro del Componente de Referencia debido a las diferencias estructurales de cada fondo.

2. **Promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales,** para cada tipo de fondo de pensiones obligatorio, atendiendo el período de cálculo correspondiente a cada uno de ellos. Este promedio se calcula para el tipo de fondo “i” como:

$$r_i^{\text{prom}} = \sum_j^n \omega_{ij} * r_{ij}$$
$$0 \leq \omega_{ij} \leq (n - 1)^{-1}$$

Donde:

- $r_i^{\text{prom}}$  : Rentabilidad promedio ponderada obtenida durante el periodo de cálculo por el tipo de fondo “i”.
- $i$  : Tipo de fondo (conservador, moderado o de mayor riesgo).
- $ij$  : Tipo de fondo “i” administrado por la AFP “j”.
- $n$  : Número de fondos de pensiones obligatorios que hacen parte del cálculo.
- $r_{ij}$  : Rentabilidad obtenida durante el periodo de cálculo por el tipo de fondo “i” administrado por la AFP j.
- $W_{ij}$  : Ponderación asignada a  $r_{ij}$  en la rentabilidad promedio del fondo i. Esta ponderación se construye a partir de la participación del saldo promedio diario del tipo de fondo “i” administrado por la AFP “j” dentro de la suma de los saldos promedios diarios de los tipos de fondo “i” administrados por todas las AFP. No obstante, cuando las participaciones de los fondos de pensiones obligatorios superan el porcentaje máximo de ponderación igual a  $(N - 1)^{-1}$ , los excesos son distribuidos proporcionalmente entre los demás fondos de pensiones obligatorios del mismo tipo hasta agotarlos. Si como resultado de la aplicación de este procedimiento la participación de los fondos de pensiones obligatorios resulta superior a  $(N - 1)^{-1}$ , se repite el procedimiento.

Los factores señalados en los numerales 1 y 2 se ponderan en los siguientes porcentajes de participación:

<b>Tipo de Fondo de Pensiones Obligatorios</b>	<b>Componente de Referencia</b>	<b>Promedio ponderado de rentabilidad de cada tipo de fondo de pensiones</b>
Fondo Conservador	30%	70%
Fondo Moderado	20%	80%
Fondo de Mayor Riesgo	10%	90%

La rentabilidad mínima obligatoria para cada uno de los tipos de fondos de pensiones obligatorios será la que resulte inferior entre las opciones A y B que se señalan en el cuadro siguiente:

<b>Tipo de Fondo de Pensiones Obligatorios</b>	<b>Opción A</b>	<b>Opción B</b>
Fondo Conservador	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 30%	La suma de los factores ponderados, menos 200 puntos básicos
Fondo Moderado	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 35%	La suma de los factores ponderados, menos 300 puntos básicos
Fondo de Mayor Riesgo	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 40%	La suma de los factores ponderados, menos 400 puntos básicos

Corresponde a la Superintendencia Financiera de Colombia, a través de instrucciones de carácter general, definir los criterios metodológicos para la composición del Componente de Referencia. Así mismo, en caso de que esta composición involucre un portafolio de referencia, la Superintendencia Financiera de Colombia: i) actualiza y valoriza a precios de mercado dicho portafolio; y ii) divulga amplia y oportunamente la composición del portafolio de referencia, así como los cambios que se introduzcan como resultado de su ajuste a las condiciones del mercado.

Los períodos de cálculo de la rentabilidad mínima obligatoria acumulada son:

<b>Tipo de Fondo de Pensiones Obligatorias</b>	<b>Periodo de cálculo</b>
Fondo Conservador	36 meses
Fondo Moderado	48 meses
Fondo de Mayor Riesgo	60 meses

El cumplimiento de la rentabilidad mínima obligatoria es verificado mensualmente por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Para la implementación de lo previsto anteriormente se establecen las siguientes reglas de transición:

1. **Fondo conservador:** A partir del 31 de agosto de 2012 la Superintendencia Financiera de Colombia realizará la primera revisión de rentabilidad mínima. Para el efecto, se tomará como período de cálculo los últimos doce meses. En las revisiones posteriores, se adicionarán al período de cálculo los meses transcurridos hasta completar el período de veintitrés meses. Si durante el citado período algún fondo presenta un defecto de rentabilidad mínima, la sociedad administradora del mismo deberá constituir una provisión por el valor equivalente al mencionado defecto. La primera verificación de rentabilidad mínima obligatoria se realizará a partir del 31 de agosto de 2013. Para el efecto, se tomará como período de cálculo los últimos veinticuatro meses. En las verificaciones posteriores se adicionarán al período de cálculo los meses transcurridos hasta completar el período de cálculo previsto.
2. **Fondo moderado:** A partir del 31 de agosto de 2013 la Superintendencia Financiera de Colombia realizará la primera revisión de rentabilidad mínima. Para el efecto, se tomará como período de cálculo los últimos veinticuatro meses. En las revisiones posteriores se adicionarán al período de cálculo los meses transcurridos hasta completar el período de treinta y cinco meses. Si durante el citado período algún fondo presenta un defecto de rentabilidad mínima, la sociedad administradora del mismo deberá constituir una provisión por el valor equivalente al mencionado defecto. La primera verificación de rentabilidad mínima obligatoria se realizará a partir del 31 de agosto de 2014. Para el efecto, se tomará como período de cálculo los últimos treinta y seis meses. En las verificaciones posteriores se adicionarán al período de cálculo los meses transcurridos hasta completar el período de cálculo previsto.
3. **Fondo de mayor riesgo:** A partir del 31 de agosto de 2013 la Superintendencia Financiera de Colombia realizará la primera revisión de rentabilidad mínima. Para el efecto, se tomará como período de cálculo los últimos veinticuatro meses. En las revisiones posteriores se adicionarán al período de cálculo los meses transcurridos hasta completar el período de treinta y cinco meses. Si durante el citado período algún fondo presenta un defecto de rentabilidad mínima, la sociedad administradora del mismo deberá constituir una provisión por el valor equivalente al mencionado defecto. La primera verificación de rentabilidad mínima obligatoria se realizará a partir del 31 de agosto de 2014. Para el efecto, se tomará como período de cálculo los últimos treinta y seis meses. En las verificaciones posteriores se adicionarán al período de cálculo los meses transcurridos hasta completar el período de cálculo previsto en la normativa. Para este fondo en particular, entre el 31 de agosto de 2013 y el 31 de julio de 2015 los porcentajes y puntos básicos previstos serán los siguientes:

<b>Fondo de Mayor Riesgo entre</b>	<b>Opción A</b>	<b>Opción B</b>
31 de agosto de 2013 a 31 de julio de 2014	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 50%	La suma de los factores ponderados, menos 500 puntos básicos
31 de agosto de 2014 a 31 de julio de 2015	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 43%	La suma de los factores ponderados, menos 430 puntos básicos

Las obligaciones que asumen las sociedades administradoras tienen el carácter de obligaciones de resultado, sólo en cuanto se garantiza a los afiliados que la rentabilidad de cada uno de los portafolios del fondo en ningún caso será inferior a la tasa de rentabilidad mínima obligatoria calculada y divulgada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Cuando no se alcance la rentabilidad mínima, las sociedades administradoras deben responder con sus propios recursos, afectando inicialmente la Reserva de Estabilización de Rendimientos definida para estas sociedades.

#### **e) Reserva de Estabilización de Rendimientos**

Las administradoras deben mantener una Reserva de Estabilización de Rendimientos por un monto mínimo equivalente al 1% del valor del fondo, que está representada por unidades del mismo fondo. Esta reserva debe ser utilizada para cubrir los defectos de la rentabilidad mínima del fondo exigida por las disposiciones legales.

La capitalización realizada por la sociedad administradora para la Reserva de Estabilización se encuentra en el activo de la administradora, en la cuenta de inversiones y en la subcuenta llamada participación en fondos de pensiones y cesantías.

## 5. Costa Rica<sup>16</sup>

### a) Capital Mínimo

De acuerdo con el inciso “v” del artículo 10 del “Reglamento sobre la Apertura y Funcionamiento de las Entidades Autorizadas y el Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, Capitalización Laboral y Ahorro Voluntario previstos en la Ley de Protección al Trabajador”, se establece que el capital mínimo de constitución debe ser cuando menos de €250 millones, ajustado anualmente por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), lo cual es equivalente a 994.977,354 Unidades de Desarrollo (US \$ 1.459.247<sup>17</sup>), según oficio SP-A-098 del 16 de octubre del 2007.

### b) Patrimonio

Se entiende que una entidad autorizada cumple con el requerimiento de patrimonio mínimo cuando el capital base de la entidad autorizada es suficiente para respaldar, de acuerdo con la siguiente fórmula, los requerimientos por Riesgo de Mercado, Riesgo Operativo y Riesgo de Crédito:

$$CB \geq (10\% * R_{RCR}) + R_{RM} + R_{RO}$$

Donde:

- CB = Capital base.
- R<sub>RCR</sub> = Requerimiento por Riesgo de Crédito.
- R<sub>RM</sub> = Requerimiento por Riesgo de Mercado.
- R<sub>RO</sub> = Requerimiento por Riesgo Operativo.

La entidad autorizada calcula mensualmente su suficiencia patrimonial y remite la información a la Superintendencia de Pensiones.

El capital base corresponde a la suma del capital primario y el capital secundario, neto de deducciones. Para efectos del cálculo del capital base se considera el capital secundario hasta en un 100% del capital primario.

El capital primario se estima con las siguientes partidas:

- + Capital pagado ordinario neto de acciones en Tesorería.
- + Capital mínimo de funcionamiento (aplica lo indicado en el SP-A-098 del 16 de octubre del 2007).
- + Capital preferente con dividendo no acumulativo neto de acciones en Tesorería.
- + Capital donado.

---

<sup>16</sup> Ley de Protección al Trabajador N° 7.983 de 18/02/2000; Reglamento sobre la apertura y funcionamiento de las entidades autorizadas y el funcionamiento de los fondos de pensiones, capitalización laboral y ahorro voluntario previstos en la Ley de Protección al Trabajador, actualizado al 19 de mayo de 2010.

<sup>17</sup> Valor Unidad de Desarrollo al 26/04/2011: 732,368 Colones; tipo de cambio Colones por Dólar a la misma fecha: 499,36.

- + Capital pagado adicional.
- + Reserva legal.
- El valor en libros de las acciones de la misma entidad dadas en garantía de operaciones crediticias.

El capital secundario se determina con las siguientes partidas, respetando el saldo deudor o acreedor que tenga la cuenta:

- + Aportes para incrementos de capital.
- + Aportes en exceso sobre el capital mínimo de funcionamiento.
- + Donaciones y otras contribuciones no capitalizables.
- + Ajustes al patrimonio por revaluación de bienes terrenos, edificios e instalaciones, hasta por una suma no mayor al 75% del saldo de la cuenta.
- + Ajuste por valuación de las inversiones disponibles para la venta, cuando el saldo es deudor.
- + Ajustes por valuación de inversiones en respaldo del capital mínimo de funcionamiento, cuando el saldo es deudor.
- + Ajuste por valuación de instrumentos derivados y de obligaciones de entregar títulos en reportos y préstamos de valores, cuando el saldo es deudor.
- + Ajuste por valuación de participaciones en otras empresas.
- + Resultado acumulado de ejercicios anteriores.
- + Resultados del periodo. En el caso de las operadoras que distribuyen utilidades se considera únicamente el 50% de los resultados del periodo neto de las deducciones que corresponda.
- + Capital pagado preferente con dividendo acumulativo neto de las acciones en tesorería.

A la suma que resulta del capital primario y capital secundario, debe deducirse las siguientes partidas, netas de sus respectivas estimaciones por deterioro o incobrabilidad, de amortizaciones y depreciación acumulada:

- Inversiones en empresas relacionadas.
- 10% de las cuentas y comisiones por cobrar, excepto las cuentas y productos por cobrar asociados a inversiones en instrumentos financieros o depósitos.
- 10% de los activos intangibles, diferidos y restringidos.
- 10% de bienes inmuebles, mobiliario y equipo.

### **c) Requerimiento por Riesgo Operativo**

El capital mínimo de funcionamiento establecido en la Ley<sup>18</sup> es un monto de capital adicional, variable e independiente del capital social que forma parte del patrimonio societario, destinado a respaldar ante los afiliados el Riesgo Operativo de la entidad. El

---

<sup>18</sup> Artículo 37, párrafo segundo, Ley 7.983.



monto de dicho capital debe ser el 0,50% del valor total del activo neto administrado por la entidad autorizada.

Las entidades autorizadas deben calcular el Riesgo Operativo con una periodicidad diaria. El requerimiento por Riesgo Operativo se determina, considerando los datos del mes de cálculo, según la siguiente expresión:

$$R_{RO} = \alpha * \sum_{i=1}^n S_i / n$$

Donde:

- R<sub>RO</sub> = Requerimiento por riesgo operativo.
- i = Día *i* ésimo del mes natural.
- S<sub>i</sub> = Saldo del activo neto del día *i* ésimo.
- n = Número de días del mes de cálculo.
- α = Porcentaje de requerimiento en función de la calificación del riesgo operativo.

La Superintendencia realiza al menos una evaluación cualitativa anual del riesgo operativo. En función de la calificación obtenida por la entidad autorizada el requerimiento es disminuido de acuerdo con la siguiente tabla:

<b>Calificación de Riesgo Operativo</b>	<b>Requerimiento por Riesgo Operacional</b>
Menos de 75%	0,50%
Entre 75% y 89,99%	0,40%
Entre 90% y 100%	0,25%

El porcentaje de disminución entra en vigencia al siguiente mes de comunicada la calificación definitiva y se mantiene durante el tiempo que persista la calificación. Cuando la evaluación determina un deterioro de la calificación, la entidad debe reponer el capital requerido en no más de 60 días naturales. El nuevo requerimiento se mantiene como mínimo por seis meses a menos que se verifique un deterioro adicional, que ubique a la entidad en una calificación que requiera un nivel mayor de capital.

#### **d) Cálculo del Riesgo de Crédito**

Las entidades autorizadas deben calcular, con periodicidad diaria, el Riesgo de Crédito de los depósitos e inversiones de la entidad en instrumentos financieros. Se establece como requerimiento de Riesgo de Crédito el máximo valor observado durante los últimos treinta días naturales a la fecha de cálculo, incluido el último día del mes.

Se deben incluir en este cálculo los instrumentos financieros en cesación de pago, morosos o en litigio, así como los vencidos o restringidos y las cuentas y productos por cobrar asociados a los depósitos e inversiones en instrumentos financieros. El requerimiento de Riesgo de Crédito de la entidad autorizada se calcula mediante la aplicación de los

porcentajes de ponderación definidos a continuación, al valor de mercado de cada una de las inversiones de la entidad en instrumentos financieros o depósitos.

$$R_{RCR} = \sum_{j=1}^m p_j * V_j$$

Donde:

- $R_{RCR}$  = Requerimiento por riesgo de crédito.  
 $j$  =  $j$  ésimo depósito o instrumento de la cartera de inversiones en instrumentos financieros.  
 $V_j$  = Valor de mercado del instrumento o depósito  $j$  ésimo.  
 $m$  = Número de depósitos e instrumentos en la cartera de inversiones en instrumentos financieros.  
 $p_j$  = Ponderador aplicable al  $j$  ésimo instrumento o depósito.

Los ponderadores de riesgo de crédito aplicables son los siguientes:

Tipo de Emisor	Plazo	Calificación	Ponderador
Extranjero	Largo Plazo	AAA	0%
		AA	10%
		A	25%
		BBB	50%
		BB	75%
		B	90%
		CCC y Otros	100%
	Corto Plazo	A +	0%
		A1	10%
		A2	25%
		A3	50%
		B	75%
		C y Otros	100%
Local	Largo Plazo	AAA	75%
		AA	75%
		A	75%
		BBB	90%
		BB	90%
		B	90%
		CCC y Otros	100%
	Corto Plazo	1	75%
		2	75%

El ponderador de riesgo crediticio para las inversiones en títulos emitidos en moneda nacional por el Ministerio de Hacienda de Costa Rica es de un 5% y para los del Banco Central de Costa Rica es un 0%.

#### **e) Cálculo del Riesgo de Mercado**

Las entidades autorizadas deben calcular el Riesgo de Mercado de la cartera de inversiones propias con una periodicidad diaria. El requerimiento por riesgo de mercado de la entidad autorizada es igual al máximo monto observado del Valor en Riesgo (VaR) de la cartera de inversiones propias de la entidad durante los últimos 60 días naturales anteriores a la fecha de cálculo, incluido el último día del mes. El método de cálculo del VaR es histórico, considera un nivel de confianza del 95%, 500 observaciones y un horizonte temporal de 21 días. La metodología para el cálculo del VaR es establecida por la Superintendencia.

## **6. Curaçao**

### **a) Capital Mínimo**

Se debe hacer una distinción entre los fondos de pensiones y las compañías de seguros que ofrecen pensiones.

La norma para las compañías de seguros es un mínimo de 4% del monto total de los recursos previsionales administrados, con un mínimo de ANG. 500.000 (US \$ 282.486)<sup>19</sup>.

Por otra parte, no hay un requerimiento específico de capital mínimo para los fondos de pensiones (todos son fundaciones). Si hay normas actuariales que obligan a contratar a actuarios externos que tienen que certificar las previsiones y el estado financiero del fondo cada año.

### **b) Reservas**

De acuerdo las normas actuariales establecidas, los fondos de pensiones deben mantener varios tipos de reservas.

- i. Una Reserva General (5% de las previsiones).
- ii. Reserva de Inversiones, la cual sirve para amortiguar las fluctuaciones del valor de las inversiones (mientras más inversión hay en acciones más alta debe ser esta reserva).
- iii. Reserva de tablas de mortalidad, la cual tiene como objetivo financiar el impacto económico generado por los cambios en las tablas de mortalidad que se actualizan cada cinco años y que básicamente reflejan el costo adicional por mayor longevidad. Se reserva durante un periodo de cinco años el 0,4% de las previsiones para pensiones, es decir, un total acumulado en dicho periodo de 2% de las previsiones.
- iv. Reserva para financiar el costo de invalidez.

La normativa hace una distinción entre los programas de beneficio definido (DB) y los planes de capitalización individual (DC). Los participantes en estos últimos planes son reasegurados para invalidez y sobrevivencia en base a tarifas acordadas con una compañía reaseguradora (Alhermij en Holanda). Los montos pagados se deducen de la prima disponible cada año.

En los programas de beneficio definido, se debe reservar anualmente el 8% de la suma actuarial necesaria para financiar el aumento de la previsión de los participantes durante el año. Esto sirve para cubrir el riesgo de invalidez, que es responsabilidad del fondo. Estas

---

<sup>19</sup> Tipo de cambio ANG / US \$ de 1,77 al 26/04/2011.

reservas básicamente forman el patrimonio de los fondos de pensiones. El grado de cobertura siempre debe estar en un mínimo de 105%, pero la meta es llegar a un 115%.

### **c) Liquidez**

Las compañías deben mantener siempre un mínimo de liquidez para pagar las pensiones y los costos de administración y costos generales.

### **d) Rentabilidad Mínima**

El Banco Central, que es la entidad supervisora, exige que las inversiones sean sólidas. Este organismo tiene por ley el derecho a intervenir si un fondo de pensiones no dispone de los medios suficientes.

El interés actuarial mínimo que mantienen las compañías es el 4%. No existe una regulación oficial de rentabilidad mínima. Cada fondo invierte en base a su perfil de riesgo, el cual es determinado a través de estudios de activos y obligaciones (Asset Liability Studies) que se realizan cada cinco años. Se trata de obtener un retorno mínimo de 6% (4% de interés actuarial más un porcentaje adicional para gastos de administración y gastos generales), aunque la meta a largo plazo es lograr un retorno de 7% como promedio anual.

## **7. El Salvador<sup>20</sup>**

### **a) Capital Social**

El capital social para la formación de una institución administradora no puede ser menor a cinco millones de colones (US \$ 571.429<sup>21</sup>), el cual deberá encontrarse totalmente suscrito y pagado en efectivo al tiempo de otorgarse la escritura social.

La institución administradora debe aumentar su capital social cuando ocurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

- i. A siete millones quinientos mil colones (US \$ 857.143) cuando complete 20.000 afiliados; y
- ii. A quince millones de colones (US \$ 1.714.286) al tener 40.000 afiliados o más.

En cualquiera de los casos, deberá incrementarse el capital en las cantidades necesarias para el cumplimiento del patrimonio neto mínimo.

La Superintendencia de Pensiones debe ajustar cada dos años los montos de capital social a que se refieren los párrafos anteriores, de acuerdo a la variación del Índice de Precios al Consumidor, previa opinión del Banco Central de Reserva de El Salvador. Sin embargo, la exigencia establecida en la Ley se ha mantenido inalterada en el tiempo, ya que la Superintendencia no ha considerado necesario ajustar el requerimiento patrimonial por el momento<sup>22</sup>.

### **b) Patrimonio Neto Mínimo**

Para desarrollar su actividad, las instituciones administradoras deben disponer, en todo momento, de un patrimonio neto mínimo que no puede ser inferior al 3% del valor del Fondo de Pensiones administrado, sin exceder los diez millones de dólares de los Estados Unidos de América. Sin perjuicio de lo anterior, el patrimonio neto mínimo no puede ser inferior al capital social exigido, que fue definido previamente.

Se entiende por patrimonio neto la suma del capital pagado, la reserva legal y otras reservas de capital, más las cuentas de superávit y utilidades retenidas, el cincuenta por ciento de las utilidades netas de provisión del impuesto sobre la renta del ejercicio corriente, el cincuenta por ciento de las revaluaciones que hubiere autorizado la Superintendencia de Pensiones, deducidas las participaciones de capital en otras sociedades y el valor de las pérdidas, si las hubiere.

---

<sup>20</sup> Decreto N° 927 de 23/12/1996.

<sup>21</sup> Tipo de cambio colones por dólar de los Estados Unidos de América del 26/04/2011: 8,75.

<sup>22</sup> Fuente: Intendencia del Sistema de Ahorro para Pensiones de la Superintendencia de Pensiones (27/12/2010).

### **c) Aporte Especial de Garantía**

Cada institución administradora debe constituir y mantener un Aporte Especial de Garantía (AEG) que tiene por objeto respaldar la rentabilidad mínima del Fondo que administra. Esta garantía deberá ser equivalente a un porcentaje del activo del fondo real administrado, sin que exceda el tres por ciento del fondo. Este porcentaje es fijado por la Superintendencia de Pensiones y actualmente es de un 0,25%. Cada institución administradora puede contratar con recursos propios, avales, fianzas u otros instrumentos financieros que le permitan respaldar el porcentaje establecido.

La constitución del AEG puede componerse, en forma combinada, mediante la contratación de instrumentos financieros y a través de recursos propios, siempre y cuando no exista un respaldo deficiente del porcentaje requerido para el AEG. Cuando el AEG está constituido con recursos propios de la AFP, debe estar invertido en cuotas del fondo. Cuando el AEG está garantizado con fianzas, éstas deben contratarse con recursos propios de la administradora, con entidades financieras inscritas en el Registro Público del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) y que cuenten con la calificación mínima determinada para las emisiones que pueden ser adquiridas con recursos de los fondos de pensiones. Para la constitución del AEG con fianzas, no puede efectuarse la contratación con sociedades del conglomerado financiero a que pertenezca la AFP.

El Aporte Especial de Garantía es inembargable por obligaciones distintas a las contraídas con el fondo de pensiones y no está garantizado por la rentabilidad mínima. Se calcula diariamente de acuerdo al valor promedio del fondo durante los quince días corridos anteriores.

A junio de 2010 el valor del AEG en los estados financieros de las AFP es cero, porque ambas AFP tenían contratada a esa fecha una fianza que cubría el 100% de este requerimiento legal.

### **d) Rentabilidad Mínima**

Las instituciones administradoras son responsables de que mensualmente la rentabilidad nominal de los últimos doce meses del fondo, no sea menor a la que resulte inferior entre:

- i. La rentabilidad nominal de los últimos doce meses promedio de todos los fondos de pensiones menos tres puntos; y
- ii. El ochenta por ciento de la rentabilidad nominal promedio de los últimos doce meses de todos los fondos.

Lo anterior no es aplicable a las instituciones administradoras que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento.

La rentabilidad mínima está asegurada por la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, que es parte del fondo; el Aporte Especial de Garantía; y el Patrimonio Neto Mínimo, en ese orden. Estas dos últimas partidas son propiedad de la institución administradora.

### **e) Reserva de Fluctuación de Rentabilidad**

La Reserva de Fluctuación de Rentabilidad se forma con los excesos de rentabilidad nominal de los últimos doce meses del respectivo fondo que en un mes supere al porcentaje que sea mayor entre:

- i. La rentabilidad nominal de los últimos doce meses promedio de todos los fondos más tres puntos, o
- ii. La rentabilidad nominal promedio de los últimos doce meses de todos los fondos más el veinte por ciento de la misma.

Esta Reserva debe expresarse en cuotas del respectivo fondo de pensiones.

El saldo de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad puede tener los siguientes destinos:

- i. Cubrir la diferencia entre la rentabilidad mínima y la rentabilidad de los últimos doce meses del fondo, en caso de que esta última fuere menor;
- ii. Incrementar en la oportunidad que la institución administradora establezca la rentabilidad del fondo en un mes determinado hasta alcanzar la cantidad menor entre:
  - ii.1 La rentabilidad de los últimos doce meses promedio de todos los fondos más tres puntos;
  - ii.2 La rentabilidad de los últimos doce meses promedio de todos los fondos más el veinte por ciento.

Esta aplicación sólo puede efectuarse por las cantidades en que la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad supere el uno por ciento del valor del fondo;

- iii. Cuando los recursos acumulados en la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad superen por más de dos años el uno por ciento del valor del fondo, el exceso sobre dicho porcentaje debe obligatoriamente abonarse a las cuentas individuales de ahorro de los afiliados, sea cual fuere la rentabilidad obtenida;
- iv. Abonar al fondo el saldo total de la Reserva a la fecha de la liquidación o disolución de la institución administradora.



## **8. Kazajstán**

### **a) Capital Mínimo**

El monto mínimo del capital emitido y pagado de las administradoras de fondos de pensiones debe ser:

- i. Para los fondos de pensiones abiertos: no menos que 250 millones de tenge o un monto de US \$ 1.718.686<sup>23</sup>.
- ii. Para los fondos de pensiones corporativos: no menos que 100 millones de tenge o un monto de US \$ 687.474.

Para que la administradora de fondos de pensiones pueda realizar directamente la administración de inversiones de los fondos de pensiones debe obtener una licencia específica para cumplir esta función, que la otorga la entidad supervisora. Una vez recibida dicha licencia, que les da derecho a operar como administradoras de inversiones, pueden prestar servicios de administración de portafolios y otras operaciones en el mercado de capitales. El monto mínimo de capital emitido y pagado que deben tener estas administradoras de inversiones debe ser:

- i. Para los fondos de pensiones abiertos: no menos que 500 millones de tenges o un monto de US \$ 3.437.371.
- ii. Para los fondos de pensiones corporativos: no menos que 300 millones de tenges o un monto de US \$ 2.062.423.

---

<sup>23</sup> Tipo de cambio tenge – US \$ del 26/04/2011: 145,46.

## 9. México<sup>24</sup>

### 9.1 Afores

#### a) **Capital Mínimo**

El capital mínimo es determinado por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y debe sujetarse a las siguientes reglas:

- i. El importe de las inversiones en mobiliario y equipo, en inmuebles, en derechos reales que no sean de garantía o en gastos de instalación, más el importe de las inversiones en el capital de las empresas que les presten servicios complementarios o auxiliares, no debe exceder del 40% del capital mínimo pagado exigido; y
- ii. El importe restante del capital mínimo pagado exigido debe invertirse en acciones de las sociedades de inversión que administren.

La CONSAR puede autorizar un porcentaje mayor al establecido en “i”, sin que pueda exceder del 60%.

El capital mínimo fijo pagado, sin derecho a retiro, con el que deben operar actualmente las administradoras es de \$ 25.000.000<sup>25</sup>, cantidad que equivale a US \$ 2.160.107<sup>26</sup>.

#### b) **Capital Fijo**

Las administradoras deben contar permanentemente con un capital fijo sin derecho a retiro totalmente pagado, el cual debe ser por lo menos igual al capital mínimo exigido que indique la CONSAR.

#### c) **Reserva Especial**

Las administradoras están obligadas a constituir y mantener una reserva especial invertida en las acciones de cada una de las sociedades de inversión que administren. La Junta de Gobierno de CONSAR determina, con base en el capital suscrito y pagado por los trabajadores, el monto y la composición de la reserva especial, tomando en cuenta la naturaleza de cada sociedad de inversión.

El monto de la Reserva Especial se determina conforme a lo siguiente:

---

<sup>24</sup> Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro de 23/5/1996.

<sup>25</sup> Circular CONSAR 02-7, Reglas generales que establecen el régimen patrimonial al que se sujetarán las administradoras de fondos para el retiro, el PENSIONISSSTE y las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro y la reserva especial. Fecha 14/06/2007.

<sup>26</sup> Tipo de cambio interbancario peso mexicano / dólar de los Estados Unidos de América del 26/04/2011: 11,5735.

- i. Por cada sociedad de inversión básica que opere, la administradora debe invertir en dicha sociedad, cuando menos la cantidad equivalente al 0,8% de los activos netos correspondientes a dicha sociedad de inversión.
- ii. Por cada sociedad de inversión adicional que opere, la administradora debe invertir, en dicha sociedad, cuando menos la cantidad equivalente al 1,0% de los activos netos correspondientes a dicha sociedad de inversión, hasta que importe la cantidad de \$ 900.000 (US \$ 77.764<sup>27</sup>).

Cuando se presenten minusvalías derivadas del incumplimiento al régimen de inversión autorizado por causas distintas a las de valuación, o en el caso de la falta de presentación de la solicitud a CONSAR para mantener temporalmente defectos o excesos de inversión con motivo de variaciones en los precios, la administradora que opere la sociedad de inversión de que se trate las debe cubrir con cargo a la Reserva Especial, y en caso de que ésta resulte insuficiente, lo debe hacer con cargo a su capital social.

La reserva especial debe constituirse sin perjuicio de integrar la reserva legal establecida por la Ley General de Sociedades Mercantiles.

## **9.2 Siefores**

### **a) Capital Mínimo**

El capital mínimo exigido de la sociedad es establecido por la CONSAR y está representado por acciones de capital fijo que sólo pueden transmitirse previa autorización de la CONSAR, la cual no es necesaria en el caso de que se transmitan a la administradora que las opere.

Las sociedades de inversión no están obligadas a constituir el fondo de reserva definido en la Ley General de Sociedades Mercantiles.

El capital mínimo fijo pagado con el que debe operar cada sociedad de inversión es la cantidad de \$ 100.000, equivalente a US \$ 8.640.

---

<sup>27</sup> Tipo de cambio interbancario peso mexicano / dólar de los Estados Unidos de Norteamérica del 26/04/2011: 11,5735.

## **10. Panamá**

El capital mínimo de las administradoras de fondos de pensiones es de US \$ 250.000.

## 11. Perú<sup>28</sup>

### a) Capital y Patrimonio Mínimo

El capital mínimo exigido a las AFP para el año 2011 es de S/. 2.279.372<sup>29</sup>, que equivale a US \$ 806.344<sup>30</sup>. Esta suma se actualiza anualmente en función del Índice de Precios al Consumidor para Lima Metropolitana que publica periódicamente el INEI. Sin perjuicio de esta exigencia, la Ley señala que las AFP deben aumentar su capital social de acuerdo a los requerimientos de su operación o si, con la exclusiva finalidad de proteger los derechos de los afiliados, se lo exige la Superintendencia.

### b) Encaje

El Encaje requerido se constituye con recursos propios de las AFP y se calcula y actualiza diariamente en función de: i) las tasas de Encaje aplicables a los diferentes instrumentos de inversión; ii) los montos invertidos en dichos instrumentos; iii) el valor total de las inversiones; iv) el Encaje mantenido y valor de la cartera administrada durante el día anterior. Las tasas de Encaje son determinadas por la Superintendencia de AFP en base a las categorías de riesgo de las distintas inversiones. En el caso de las acciones, valores representativos de derechos sobre acciones en depósito que estén inscritos en Bolsa de Valores y certificados de suscripción preferente, se toman en cuenta indicadores de volatilidad.

Las fórmulas para la determinación del Encaje son las siguientes<sup>31</sup>:

$$i) \quad E_t = f \sum e_{ti} * V_{t-1,i} \text{ tal que } \sum V_{ti} = V_t F$$

$$ii) \quad f = 1 - [EM_{t-1} / VA_{t-1}]$$

$$iii) \quad e_t = E_t / V_t F$$

$$iv) \quad e_{ti} = 0, \text{ si } i = \text{títulos emitidos por el Gobierno Central y por el Banco Central con un vencimiento en un plazo no mayor a 20 días.}$$

Donde:

$E_t$  = Valor del Encaje requerido en el día t.

$V_{it}$  = Monto invertido en el i-ésimo instrumento de inversión al momento t.

$V_t F$  = Valor total de las inversiones al momento t.

<sup>28</sup> Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

<sup>29</sup> Circular N° AFP – 120 – 2011.

<sup>30</sup> Tipo de cambio: S/. 2,82680 por dólar (26/04/2011).

<sup>31</sup> Resolución S.B.S. N° 1936 – 2007 de 28/12/2007.

$E_{ti}$	=	Tasa de Encaje aplicable al i-ésimo instrumento de inversión al momento t, determinada por la Superintendencia.
$EM_{t-1}$	=	Valor del Encaje mantenido en el día t-1.
$VA_{t-1}$	=	Valor total de los activos de la cartera administrada en el día t-1.
$E_t$	=	Tasa de Encaje efectiva del total de las inversiones.
f	=	Participación porcentual del fondo de pensiones en la cartera administrada.
n	=	Número de instrumentos de inversión pertenecientes a la cartera de inversiones administrada.

De acuerdo con información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, el Encaje es igual al 1% de los fondos de pensiones.

El Encaje mantenido forma parte del activo de las administradoras y también se calcula y actualiza diariamente, multiplicando el valor de la cuota de la cartera administrada por el número de cuotas correspondiente al Encaje mantenido.

El diferencial de Encaje requerido que se genere como consecuencia de producirse una reducción en la clasificación de riesgo de la Superintendencia, ocasionada por un cambio fundamental que aún no ha sido incorporado en la calificación del instrumento, debe ser cubierto con aportes de la AFP o alternativamente mediante la presentación de una carta fianza solidaria, incondicional, irrevocable y de realización automática expedida a favor de la Superintendencia por un banco cuyos depósitos a plazo menores a un año han sido clasificados en una categoría equivalente a CP-1, por el plazo que requiera la realización de una nueva clasificación respecto al valor afectado.

### **c) Carta Fianza**

Las AFP, independientemente del Encaje, deben constituir una garantía para asegurar el cumplimiento de la rentabilidad mínima, mediante una carta fianza bancaria solidaria, incondicional, irrevocable y de realización automática, expedida en favor de la Superintendencia por un banco cuyos depósitos a plazo menores a un año hayan sido clasificados en una determinada categoría de riesgo.

La Superintendencia está facultada para requerir la sustitución de la carta fianza presentada, cuando el fiador no cumpla con los requerimientos establecidos. En caso que la garantía se constituya mediante una carta fianza expedida por un banco del exterior, éste debe estar calificado como de primera categoría por el Banco Central; asimismo debe acreditar la existencia de un banco corresponsal en el país ante el cual se pueda ejecutar la fianza, de ser el caso.

La garantía entregada a través de la carta fianza debe ser presentada a la Superintendencia al inicio de cada trimestre calendario, debiendo ser otorgada por un monto no menor al 0,5% del valor de la cartera administrada, deducido el valor del Encaje mantenido.

En caso que la valorización de la cartera administrada experimente un crecimiento mayor al 10% con relación a su valor de cierre del mes anterior, la AFP queda automáticamente

obligada a sustituir la referida garantía por una nueva, tomando como referencia el valor de la cartera administrada al momento en que se haya registrado dicho crecimiento.

La carta fianza puede ser materia de ejecución únicamente cuando hayan sido agotados los recursos que conforman el Encaje.

#### **d) Rentabilidad Mínima**

La rentabilidad mínima está garantizada por el Encaje y con otras garantías que otorgue la AFP. El Encaje y las otras garantías servirán para cubrir los potenciales perjuicios que la AFP genere a los fondos de pensiones, por el incumplimiento de las obligaciones de la Ley y su Reglamento, por dolo o negligencia.

La Superintendencia determina el cálculo de la rentabilidad mínima de cada fondo como el porcentaje que en términos reales resulte menor de deducir del retorno obtenido por los indicadores de referencia de rentabilidad aplicables a cada fondo un factor porcentual fijo y un factor porcentual variable. Los referidos indicadores de rentabilidad son aprobados por la Superintendencia a solicitud de la AFP.

La Superintendencia establece las garantías de la rentabilidad mínima correspondiente a cada fondo, incluyendo entre ellas al Encaje. En caso que la rentabilidad mínima no sea alcanzada, dichas garantías se utilizan para compensar al fondo afectado. De no ser suficientes dichas garantías, la AFP debe aportar recursos propios hasta alcanzar la rentabilidad mínima en el plazo que determine la Superintendencia.

## **12. Polonia**<sup>32</sup>

### **a) Capital Mínimo**

El monto mínimo del capital de una sociedad general administradora de fondo de pensión no puede ser inferior al equivalente de 5 millones de euros (US \$ 7.340.000<sup>33</sup>).

### **b) Patrimonio Mínimo**

Una sociedad administradora está obligada a mantener el patrimonio a un nivel no inferior al 50% del capital mínimo antes mencionado. La administradora debe notificar inmediatamente a la entidad supervisora de la reducción del patrimonio por debajo del 50% recién señalado. A su vez, la entidad supervisora debe llamar a la administradora a complementar el patrimonio, definiendo el plazo, el cual no puede ser menor a 3 meses ni superior a 12 meses. En el evento que no se cumpla con la obligación de complementar el patrimonio hasta el 50% del capital mínimo dentro del plazo definido por la entidad supervisora, esta última tiene la facultad de quitar la licencia entregada para operar.

### **c) Fondo de Garantía**

El Fondo de Garantía está compuesto por una parte principal (FG-P) y otra adicional (FG-A).

La parte principal es administrada por la entidad depositaria nacional. Los aportes de las sociedades administradoras al FG-P son un porcentaje igual para todos los fondos de pensiones abiertos, y conforman los activos netos de los fondos de pensiones abiertos de las sociedades administradoras.

El Consejo de Ministros define:

- i. El monto y las reglas para efectuar los pagos al FG-P, bajo la condición que el valor total de los recursos no puede exceder un 0,1% del valor de los activos netos de todos los fondos de pensiones abiertos, a menos que el monto de las deudas del Fondo de Garantía con los fondos de pensiones abiertos exceda esta cantidad.
- ii. Las normas para establecer el monto de los recursos que deben ser transferidos a las cuentas que conforman la parte adicional del Fondo de Garantía (ver párrafo siguiente) por las sociedades administradoras.
- iii. Los procedimientos para girar superávits de recursos desde las cuentas que representan el FG-A por parte de las sociedades administradoras.
- iv. La metodología para efectuar los pagos al FG-P, así como los procedimientos de funcionamiento, incluidos las inversiones de los respectivos recursos.

---

<sup>32</sup> Act of 28 August 1997. Law on organization and operation of pension funds.

<sup>33</sup> Tipo de cambio dólares de los Estados Unidos de América por euro de 27/04/2011: 1,4680.



- v. Las reglas para la administración de los recursos del FG-P, el monto de las comisiones que se pagará a la entidad depositaria nacional por la administración de estos recursos y su forma de pago, los procedimientos para la devolución a las sociedades administradoras, y los métodos a utilizar para liquidar la posición de las sociedades administradoras que dejan de operar.

Los fondos de pensiones abiertos deben abrir cuentas, que son la parte adicional del Fondo de Garantía, a las cuales deben aportar las sociedades administradoras. El monto de recursos mantenidos en estas cuentas no debe ser menor al 0,3% ni mayor al 0,4% del valor de los activos netos de los fondos abiertos de pensiones. Los recursos mantenidos en las cuentas que conforman el FG-A deben ser parte de los activos de los fondos de pensiones y deben ser expresados en unidades de cuenta de los mismos.

El Fondo de Garantía tiene los siguientes ingresos:

- i. Contribuciones realizadas por las sociedades administradoras de sus propios recursos;
- ii. Ingresos por la inversión de los recursos acumulados.

Se deben efectuar pagos utilizando los recursos del FG-P para un fondo de pensiones abierto que presenta un déficit (ver punto siguiente), en la medida que los recursos del FG-A acumulados en ese fondo no son suficientes para cubrir el déficit. Se debe considerar que los daños eventualmente ocasionados a los afiliados, que no son responsabilidad de las sociedades administradoras, deben ser cubiertos por el Fondo de Garantía, y también aquellos que fueron generados por sociedades administradoras en quiebra y que no puedan financiarse con los activos de dichas sociedades.

Respecto a los daños referidos en el párrafo anterior, cabe señalar que las sociedades administradoras deben responder de cualquier pérdida producida por la falta de cumplimiento de sus obligaciones o negligencia, salvo que ello sea consecuencia de circunstancias por las cuales las sociedades no son responsables y que no han podido prevenir.

Si los recursos del FG-P son insuficientes, la entidad depositaria nacional deberá definir el monto de los pagos que se deberán efectuar desde el FG-A de los diferentes fondos de pensiones abiertos, como un porcentaje igual para todos ellos. En este caso, las sociedades administradoras deben aportar recursos para suplementar el FG-A.

#### **d) Rentabilidad Mínima**

La rentabilidad de los fondos de pensiones para un periodo de 36 meses debe ser a lo menos igual a la tasa de rentabilidad mínima exigida. Esta última se entiende como el menor valor entre el 50% de la rentabilidad promedio ponderada de todos los fondos de pensiones, o dicha rentabilidad promedio menos 4 puntos porcentuales. La rentabilidad promedio se calcula dos veces en el año, al final de marzo y de septiembre. Para efectos del cálculo la ponderación de cada fondo no puede exceder un 15%. Esta ponderación se

determina como la participación de mercado promedio en los activos administrados durante el periodo de 36 meses.

En el evento que se produzca un déficit, el fondo de pensiones respectivo está obligado a devolver las unidades de cuenta acumuladas en la cuenta de reserva a que se refiere el punto siguiente, en el monto necesario para cubrir el déficit. Consecuentemente, el fondo de pensiones debe incrementar el valor de la unidad de cuenta. El monto del déficit debe ser calculado como el producto de las unidades de cuenta en el fondo de pensiones respectivo al último día hábil del periodo de 36 meses, multiplicado por la diferencia entre el valor de la unidad de cuenta que asegura la tasa de rentabilidad mínima exigida y el valor real de la unidad de cuenta en el día anteriormente señalado.

El déficit que no sea cubierto por la cuenta de reserva debe ser financiado por el FG-A correspondiente a ese fondo. Si el FG-A no es suficiente, la sociedad administradora debe cubrirlo con sus propios recursos. Las brechas que no sean cubiertas por la sociedad administradora deben ser financiadas con otros recursos del Fondo de Garantía, con la salvedad de que, en primer lugar, deben ser utilizados los recursos del FG-P. De haber cubierto parte del déficit, el Fondo de Garantía tendrá derecho a demandar los recursos de la sociedad administradora o de la sociedad en quiebra, y los distribuirá entre el FG-P y el FG-A en la misma proporción que éstos fueron usados para cubrir el déficit. Si la sociedad administradora no es capaz de cubrir el déficit de la manera descrita anteriormente, entrará en proceso de quiebra, el cual debe ser solicitado por la entidad supervisora.

Si el déficit se produjo por una pérdida de activos de la entidad de custodia, es esta última la que debe cubrirlo antes del uso de la cuenta de reserva, de los recursos generales de la sociedad administradora o de los recursos del Fondo de Garantía.

Finalmente, el Tesoro Público debe financiar, como garante, los déficits que no puedan ser cubiertos con los recursos del Fondo de Garantía.

#### **e) Cuenta de Reserva**

Los fondos de pensiones abiertos deben abrir una Cuenta de Reserva (CR). Los recursos de esta cuenta forman parte de los activos de los fondos y deben ser convertidos a unidades de cuenta.

Los fondos de pensiones abiertos deben transferir recursos por un monto no mayor al 0,005% del valor de los activos netos administrados, desde sus activos a la sociedad administradora. Posteriormente, la sociedad administradora debe pagar este monto a la cuenta de prima (CP). Los fondos de pensiones abiertos deben abrir una CP en la cual deben ser mantenidos estos recursos, que son parte de los fondos y deben ser expresados en unidades de cuenta.

Al día hábil siguiente de la fecha de publicación de la tasa de rentabilidad promedio ponderada de todos los fondos de pensiones por parte de la entidad supervisora:

- i. La sociedad administradora del fondo que obtuvo la más alta tasa de rentabilidad tendrá el derecho a girar todos los recursos acumulados en la CP, siempre que dicha rentabilidad haya superado a la variación del índice de precios al consumidor.
- ii. La sociedad que obtuvo la peor rentabilidad debe transferir inmediatamente todos los recursos en la CP al fondo abierto.
- iii. Las sociedades que administren los fondos de pensiones tendrán derecho a girar hasta un 0,005% de los activos netos bajo administración, es decir, el total de la CP, siempre que la rentabilidad haya superado la variación del índice de precios al consumidor. Sin embargo, el monto efectivo del giro depende de la rentabilidad obtenida en los últimos 36 meses y se calcula multiplicando el total de los recursos acumulados en la CP, por un porcentaje ( $W_p$ ) que es igual a la división entre: la diferencia entre la tasa de rentabilidad obtenida por un determinado fondo de pensiones ( $R_i$ ) y la tasa de rentabilidad lograda por el fondo de peor resultado ( $R_{\min}$ ); y la diferencia entre la tasa de rentabilidad obtenida por el fondo de mejor ( $R_{\max}$ ) y peor resultado.

$$W_p = (R_i - R_{\min}) / (R_{\max} - R_{\min})$$

Los recursos acumulados en la CP que las sociedades administradoras adquirieron el derecho a girar, deben ser transferidos inmediatamente a la CR.

La sociedad administradora puede girar recursos acumulados en la CR, si la tasa de rentabilidad del fondo manejado por la sociedad para los últimos 72 meses fue superior a la variación del índice de precios al consumidor en el mismo periodo. Los cálculos son realizados en marzo y septiembre de cada año.

### **13. República Dominicana<sup>34</sup>**

#### **a) Capital Mínimo<sup>35</sup>**

El capital mínimo que deben tener las AFP es el siguiente:

<b>Número de Afiliados</b>		<b>Capital Mínimo Exigido</b>	
Desde	Hasta	RD \$	US \$ <sup>36</sup>
1	10.000	17.479.852	461.792
10.001	15.000	19.227.838	507.971
15.001	20.000	20.975.823	554.150
20.001	25.000	22.723.808	600.329

La tabla debe continuar agregando filas añadiendo 5.000 afiliados a las cifras en la columna “Desde” y “Hasta”, en la medida que así se requiera. Por cada otra fila agregada se debe añadir RD\$ 1.747.985 (US \$ 46.179) a la cifra señalada en la celda inmediatamente superior de la columna “Capital Mínimo Exigido (RD\$)”. Este capital debe indexarse anualmente a fin de mantener su valor real.

Conforme a lo anterior, los capitales mínimos para administradoras con 285.000, 460.000, 690.000 y 730.000 afiliados, que son números de afiliados similares a administradoras actualmente en operación, son US \$ 3.001.646, US \$ 4.617.916, US \$ 6.742.158 y US \$ 7.111.591, respectivamente.

#### **b) Rentabilidad Mínima**

Todos los afiliados al sistema previsional tienen derecho a una garantía de rentabilidad mínima real de su cuenta individual, que es calculada por la Superintendencia de Pensiones y equivale a la rentabilidad promedio ponderado de todos los Fondos de Pensiones, menos dos puntos porcentuales.

#### **c) Cuenta Garantía de Rentabilidad Mínima**

Todas las administradoras de fondos de pensiones deben mantener, con carácter obligatorio, una cuenta denominada “Garantía de rentabilidad” destinada exclusivamente a completar la rentabilidad mínima exigida por la Ley cuando la rentabilidad real resulte insuficiente. El monto de esta cuenta debe ser equivalente al 1,0% de los fondos de pensiones, debe ser registrada en cuotas del fondo y es inembargable.

<sup>34</sup> Ley N° 87 – 01 que crea el Sistema Dominicano de Seguridad Social de fecha 9/05/2001.

<sup>35</sup> Circular 71-10 sobre indexación anual que actualiza el capital mínimo exigido a las administradoras de fondos de pensiones (AFP) de fecha 28/01/2010.

<sup>36</sup> Tipo de cambio RD\$ / US \$ de 25/04/2011: 37,85225 (promedio compra – venta entidades financieras).

#### **d) Garantía Patrimonial de Rentabilidad Mínima**

Si la rentabilidad mínima es en un determinado mes inferior a la rentabilidad real de los últimos doce meses y no es cubierta con la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, la AFP debe cubrirla con cargo a la Cuenta Garantía de Rentabilidad. Cuando los recursos de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y de la Garantía de Rentabilidad no son suficientes para completar la rentabilidad mínima, la AFP debe enterar la diferencia de su propio patrimonio.

#### **e) Reserva de Fluctuación de Rentabilidad**

La Reserva de Fluctuación de Rentabilidad se forma con los excesos de rentabilidad real de los últimos 12 meses de un fondo de pensión, que supere la rentabilidad real promedio ponderado de todos los fondos de pensiones de los últimos 12 meses, menos dos puntos porcentuales. Dicha reserva es calculada mensualmente y tiene los siguientes destinos:

- i. Cubrir la diferencia entre la rentabilidad mínima definida en la Ley y la rentabilidad real de los últimos 12 meses del fondo de pensión, en caso de que ésta fuese menor;
- ii. Incrementar, en la oportunidad que la AFP establezca la rentabilidad del fondo de pensiones en un mes determinado, hasta alcanzar la cantidad mayor entre la rentabilidad real de los últimos 12 meses promedio de todos los fondos más dos puntos porcentuales y el 150% de la rentabilidad real de los últimos 12 meses de todos los fondos. Esta aplicación sólo puede efectuarse en las cantidades que la Reserva de Fluctuación supere el 1,0% del valor del fondo;
- iii. Cuando los recursos acumulados en la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad superen por más de dos años el 1,0% del valor del fondo de pensiones, el exceso sobre dicho porcentaje debe obligatoriamente abonarse a la cuenta personal del afiliado, sea cual fuese la rentabilidad obtenida; o
- iv. Abonar a los fondos de pensiones el saldo total de la reserva a la fecha de liquidación o disolución de la AFP.

## **14. Rumania**<sup>37</sup>

### **a) Capital Social Mínimo**

El capital social mínimo requerido para la administración de un fondo de pensiones es el equivalente a 4 millones de euros (US \$ 5.872.000<sup>38</sup>). La administradora tiene la obligación de notificar a la Comisión Supervisora de Pensiones Privadas (Comisión) de cualquier reducción del capital social bajo el mínimo. Dicho capital no puede disminuir más allá de un 20% del valor mínimo. Si se produce una deficiencia de capital, la administradora debe reponerla en el plazo indicado por la Comisión, que no puede ser menor a 3 meses ni superior a 6 meses.

### **b) Fondo de Garantía de Pensiones**

Este Fondo se financia con las contribuciones pagadas por las administradoras y proveedores de pensiones, con el objetivo de proteger los derechos de los afiliados y de los beneficiarios adquiridos dentro del sistema de pensiones regulado y fiscalizado por la Comisión.

---

<sup>37</sup> 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.

<sup>38</sup> Tipo de cambio dólares de los Estados Unidos de América por euro de 27/04/2011: 1,468.

## **15. Ucrania**<sup>39</sup>

### **a) Capital y Patrimonio Mínimo**

Las administradoras de fondos y las administradoras de activos de los fondos de pensiones no estatales deben tener un capital mínimo de US \$ 62.500 y un fondo de reserva por un monto de US \$ 25.000. Si la administradora de fondos y la de activos es una sola entidad, debe tener ambas licencias y su capital debe ser como mínimo de US \$ 100.000. El capital de los bancos que crean y administran fondos de pensiones debe ser como mínimo de US \$ 15 MM.

Además, el valor de los activos de los fondos de pensiones no estatales que manejan las administradoras de activos no puede ser mayor a 50 veces su capital.

### **b) Reservas**

La reserva de las administradoras de fondos y de las administradoras de activos de los fondos de pensiones no estatales debe ser de US\$ 25.000. Si ambas son una sola compañía su reserva debe ser de US\$ 37.500.

Los bancos que crean y administran fondos de pensiones deben tener reservas, a su costo, que dependen de la situación económica en el país, de la proyección de inflación y de los retornos. Generalmente las reservas fluctúan entre un 1% y 4% de los activos de los fondos administrados. La reserva garantiza los pagos y los requisitos de rentabilidad mínima.

### **c) Rentabilidad mínima**

Los fondos de pensiones no estatales están impedidos de ofrecer garantías de retorno mínimo para ningún plan de pensiones. Sin embargo, el contrato para la administración de los activos de los fondos puede incluir el compromiso del administrador de activos de asegurar una rentabilidad mínima equivalente a la inflación oficial.

Por otra parte, los bancos que manejan fondos de pensiones deben garantizar una rentabilidad mínima equivalente a la inflación oficial.

### **d) Otras garantías**

Los bancos pueden abrir a sus clientes cuentas de ahorro para el retiro dentro de los fondos con el objetivo de garantizar los depósitos (US\$ 18.750). Tales cuentas son garantizadas por el Estado dentro del monto especificado.

---

<sup>39</sup> Información enviada por Public Joint-Stock Company Joint-Stock Commercial Bank Arcada, socio de FIAP en Ucrania.

## **16. Uruguay<sup>40</sup>**

### **a) Capital y Patrimonio Mínimo**

El capital mínimo necesario para la constitución de una Administradora de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) de 60.000 UR<sup>41</sup> (US \$ 1.616.367<sup>42</sup>).

Cuando la AFAP ha iniciado la formación del Fondo de Ahorro Previsional (FAP), el patrimonio mínimo, excluida la reserva especial, no puede ser inferior a 60.000 UR o al 2% del valor del fondo, si éste último fuere mayor, hasta alcanzar la suma de 150.000 UR (equivalente a US \$ 4.040.917), para quedar fijado en esta cantidad.

### **b) Reserva Especial**

Las AFAP deben integrar y mantener en todo momento una reserva equivalente a un mínimo de 0,5% del FAP respectivo y un máximo de 2,0% del mismo, que se denomina Reserva Especial (RE). El Banco Central del Uruguay regula el porcentaje referido para cada período que determine, en función de criterios técnicos fundamentados de cobertura de riesgo, sin perjuicio de las normas y medidas de carácter particular que pueda adoptar, atendiendo a esos mismos criterios.

La RE no puede ser inferior al 20% del capital mínimo descrito en la letra a), y debe ser invertida en cuotas del FAP. Su objetivo es responder por la tasa de rentabilidad real mínima exigida a las AFAP.

Los bienes y derechos que la componen son inembargables.

### **c) Rentabilidad Mínima**

Las tasas de rentabilidad nominal y real promedio del régimen se determinan calculando el promedio ponderado de la tasa de rentabilidad de todos los fondos de ahorro previsional.

Las AFAP son responsables de que la tasa de rentabilidad real del respectivo FAP, no sea inferior a la tasa de rentabilidad real mínima anual del régimen, la que se determina en forma mensual.

La tasa de rentabilidad real mínima del régimen es la menor entre el 2% anual y la tasa de rentabilidad real anual promedio del régimen menos dos puntos porcentuales.

En el año 2011 las tasas de rentabilidad reales anuales se calcularán como un medio de la rentabilidad acumulada en los últimos 24 meses, y a partir del año 2012 como un tercio de la rentabilidad acumulada en los últimos 36 meses.<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> Ley N° 16.713 del 3 de septiembre de 1995.

<sup>41</sup> Unidades reajustables previstas en el artículo 38 de la Ley N° 13.728 de 17 de diciembre de 1968.

<sup>42</sup> Valor UR de abril de 2011: 508,94 pesos uruguayos. Tipo de cambio \$ / US \$ de 26/04/2011: 18,892.

<sup>43</sup> Ley 18.673 del 23 de julio de 2010.



Los requisitos de rentabilidad mínima no son aplicables a las AFAP que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento.

Cuando la tasa de rentabilidad del FAP es en un mes inferior a la tasa de rentabilidad real mínima del régimen y esta diferencia no puede ser cubierta con el respectivo Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, la AFAP debe aplicar los recursos de la Reserva Especial a tal efecto. Si aplicados totalmente los recursos de la Reserva Especial, no se puede completar la deficiencia de rentabilidad del FAP, el Estado integra la diferencia.

#### **d) Fondo de Fluctuación de Rentabilidad**

En cada AFAP debe haber un Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, que forma parte del FAP, y tiene el objetivo de garantizar la tasa de rentabilidad real mínima.

El Fondo de Fluctuación de Rentabilidad se integra en forma mensual y siempre que la rentabilidad del fondo es positiva. Todo exceso sobre la tasa de rentabilidad promedio del régimen, incrementada en el máximo entre dos puntos porcentuales y el 50% de la rentabilidad promedio del régimen, se integra al Fondo de Fluctuación de Rentabilidad y queda expresado en cuotas.

El Fondo de Fluctuación de Rentabilidad tiene los siguientes destinos:

- i. Cubrir la diferencia entre la tasa de rentabilidad real mínima del régimen y la tasa de rentabilidad del FAP, en caso de que ésta última fuera menor.
- ii. Acreditar obligatoriamente en las cuentas de ahorro individual de los afiliados los fondos acumulados que superen por más de un año el 5% del valor del FAP.
- iii. Incrementar, en la oportunidad que la AFAP estime conveniente, la rentabilidad incorporada en las cuentas de ahorro individual en un mes determinado, siempre que se verifiquen las siguientes condiciones:
  - Luego del uso del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, el saldo de éste representa como mínimo el 3% del FAP.
  - No se puede disminuir más del 10% del correspondiente Fondo de Fluctuación de Rentabilidad en un mes determinado.
- iv. Imputar al FAP el saldo total del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, a la fecha de liquidación o disolución de la AFAP.