

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
FACULTAD DE DERECHO**



**ADAPTABILIDAD DE LOS LINEAMIENTOS DE
RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA DE LOS ESTADOS
UNIDOS Y REINO UNIDO A LAS AFP EN EL PERÚ**

**Tesis para optar el Título de Abogado, que presenta la
Bachiller:**

CLARA ISABEL MENDEZ ZEVALLOS

**Asesor:
ROMULO MORALES HERVIAS**

**Lima - Perú
2017**



A mis padres y hermano.

"We need a mutual fund industry with both vision and values; a vision of fiduciary duty and shareholder service, and values rooted in the proven principles of long-term investing and of trusteeship that demands integrity in serving our clients."

John Bogle - "Enough: True Measures of Money, Business, and Life"



RESUMEN

Las AFP, a fin de salvaguardar los intereses de los afiliados, deben proteger las inversiones realizadas con los recursos de las Carteras Administradas, por lo cual, en su carácter de fiduciarios, deberán ejercer el debido cuidado, diligencia y destreza al gestionar la cartera de inversiones.

Existe desconocimiento de cuál es el *due diligence* que deben cumplir las AFP, ello se vislumbra en los procedimientos administrativos sancionadores sobre el caso Fondo Transandino Perú. En ese sentido, para que sean exigible los estándares de responsabilidad fiduciaria, en el marco de la debida diligencia, se debe delimitar ¿cuáles son los criterios de diligencia que deben cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario tipificado en el artículo 21-B del TUO? Para ello, se adopta la doctrina comparada, la cual hace referencia al comportamiento de una persona experta en inversiones de los fondos de pensiones “*prudent investor rule*” en lugar de compararlo con una persona ordinaria, asimismo, realizar una investigación diligente antes y durante el proceso de inversión, y diversificar el portafolio así como maximizar la rentabilidad ajustada al riesgo.

Al tener en cuenta las reglas de responsabilidad aplicadas en la doctrina comparada de Estados Unidos y Reino Unido, conjunto al análisis de la doctrina nacional sobre la responsabilidad civil por incumplir la debida diligencia, además del análisis al caso Transandino Perú se delimita como criterios de debida diligencia a cumplir por las AFP el realizar una investigación apropiada del manejo de las inversiones, actuar como una persona experta en inversiones, e implementar mecanismos en el manejo del riesgo del fondo.

INDÍCE

ABREVIATURAS Y SIGLAS	6
INTRODUCCION.....	7
CAPITULO I: CIVIL LAW: ANALISIS DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS ADMINISTRADORES DE FONDOS DE PENSIONES.....	12
1. Estándares de responsabilidad del derecho civil	12
1.1. Responsabilidad Administrativa de las AFP	12
1.2. Responsabilidad por inejecución de obligaciones	15
1.2.1. Responsabilidad civil por culpa	20
1.2.2. Relación obligacional de medios	22
1.2.3. Estándar de debida diligencia: hombre experto en inversiones ...	31
1.2.4. Negligencia: función de prevención	32
CAPITULO II: <i>COMMON LAW</i> : ESTÁNDARES DE INVERSIÓN FIDUCIARIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES	39
2. Estándares de debida diligencia en el derecho comparado	39
2.1. Relación fiduciaria entre el administrador y el beneficiario	40
2.2. Deberes fiduciarios de los administradores de fondos de pensiones	42
2.2.1. Prudent Man Rule: Estados Unidos y Reino Unido	42
2.2.2. Prudent Investor Rule: ERISA	44
2.2.3. Prudent Investor Rule: Pension Act 1995	48
2.2.4. Prudent Investor Rule: Estados Unidos y Reino Unido	49
2.3. Manejo del riesgo por los administradores	52
2.4. Responsabilidad civil de los administradores de fondos de pensiones	54
2.4.1. <i>Due diligence</i> de los administradores: Incumplimiento del Deber Fiduciario	54
2.4.2. Incumplimiento del Deber Fiduciario: <i>Tort of Negligence</i>	55
CAPITULO III: RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA EN LOS FONDOS DE PENSIONES	60
3. Primera aproximación al manejo de los fondos de pensiones	60
3.1. Estructura del Sistema Privado de Pensiones	60
3.2. Inversiones en los Fondos de Pensiones	64
3.3. Gobierno fiduciario en los fondos de pensiones	69
3.4. CASO FONDO TRANSANDINO PERÚ	70
3.4.1. Resolución de Primera y Segunda Instancia de la SBS en el Caso Fondo Transandino Perú	70
CAPITULO IV: APLICACIÓN DE LOS ESTÁNDARES DE <i>DUE DILIGENCE</i>	81
4. Aplicación de la doctrina de responsabilidad civil según el sistema del civil law	81
4.1. Aplicación en el caso Transandino Perú	84
4.1.1. Responsabilidad por inejecución de obligaciones	85
CONCLUSIONES	96
BIBLIOGRAFIA	108
Jurisprudencias citadas	124

ABREVIATURAS Y SIGLAS

AFP – Administradora de Fondos de Pensiones

TUO – Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N° 054-97-EF)

SPP – Sistema Privado de Pensiones

CIC - Cuenta Individual de Capitalización

Título VI - Título VI del Compendio de Normas del SPP (Resolución SBS N° 052-98-EF/SAFP)

SAFI - Sociedad Administradora de Fondos de Inversión

EEFF - Estados Financieros

DCFR- Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law - Draft Common Frame of Reference

ACQUIS GROUP - Study Group on a European Civil Code y Research Group on EC Private Law

CESL – The Proposed Common European Sales Law

UNIDROIT - Unidroit Principles of International Commercial Contracts

LP - Limited Partnership

INTRODUCCION

El ámbito de la actuación de las AFP alcanza en nuestros días una trascendencia decisiva que comporta la protección primordial de las inversiones realizadas con los recursos de las Carteras Administradas, a fin de salvaguardar los intereses de los afiliados; y evitar el daño al interés público y/o bien jurídico protegido.

En el Perú, los Procedimientos Administrativos Sancionadores surgidos contra las AFP en los últimos años vislumbran no solo su incumplimiento en la normativa, sino el desconocimiento de ¿cuál es el nivel de diligencia que deben cumplir en el marco de su deber fiduciario tipificado en el Artículo 21-B del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones?

La relación fiduciaria se centra en la transferencia que realiza el empleador (fideicomitente) del fondo de pensión y sus ganancias a una AFP (fiduciario) para construir un patrimonio fideicometido (patrimonio autónomo), sujeto a dominio del fiduciario y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del afiliado (fideicomisario).

Esta transferencia le otorga el título legal de los activos del fondo a las AFP, así como también, poder sobre la inversión y gestión de los activos. Por lo cual, las AFP deberán evitar realizar cualquier acción que vaya en contra del interés del afiliado. En ese sentido, las AFP deberán buscar obtener una adecuada rentabilidad y seguridad de los fondos, lo contrario a ello, implica una deficiencia en la inversión.

Al contener las AFP el título de los activos del fideicomiso, el Artículo 21-B del TUO le confiere al fiduciario, en cumplimiento de los fines del fideicomiso, la facultad de administrar y disponer sobre los mismos. Es decir, se encuentran obligadas a actuar con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios en el desarrollo de su gestión como fiduciario, todo ello en base a la confianza que le ha depositado el fideicomitente.

La necesidad de establecer criterios de debida diligencia, al fiduciario que se dedica a la administración de los fondos de pensiones, en los actos de monitoreo de las inversiones, parte del desconocimiento de las AFP sobre los criterios de diligencia que deben cumplir en su desenvolvimiento para lograr un adecuado monitoreo de las inversiones de los fondos de pensiones.

Ello se ve ejemplificado en las decisiones tomadas por AFP Integra y Prima AFP con respecto al Fondo Transandino Perú. En la Resolución SBS N° 3576-2012 y Resolución SBS N° 12082-2011 se sancionó a AFP Integra y Prima AFP respectivamente, al no haber mantenido un adecuado sistema de control interno y demostrado que realizó un análisis del desempeño y los riesgos que enfrenta el Fondo. Asimismo, haber implementado medidas de protección para los afiliados, evaluado las inversiones del Fondo conforme a las mejores prácticas que un gestor profesional debe emplear y las inversiones del Fondo sobre las acciones específicas que planea adoptar respecto a la acusación de alguno de los acreedores de SOMEXPERU.

Por otro lado, la importancia de implementar los criterios de debida diligencia, en el marco del deber fiduciario de las AFP, se vislumbra en la crisis del Sistema Privado de Pensiones de Chile. Al respecto, las principales propuestas para erradicar la insatisfacción del sistema de pensiones chileno delimitados por la Comisión Bravo se basan en lo siguiente: i) crear una administradora de pensiones estatal, ii) elevar la edad de jubilación, iii) instituir una contribución del 5% a ser pagado por los empleadores, iv) fortalecer regulaciones de las AFP (Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones 2015:159-161).

Asimismo, algunos de los factores que delimitan la inconsistencia entre la expectativa de pensión que esperan recibir los chilenos con la que realmente obtienen se basa en el aumento de la esperanza de vida, el crecimiento de los salarios, la tendencia a decrecer el rendimiento, la demora en la flexibilidad a las AFP en las inversiones, entre otros (Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones 2015:124).

Para la presente de tesis, es importante el factor referente al rendimiento, ya que este se basa en la rentabilidad del sistema de pensiones, el cual depende de factores del entorno financiero internacional y el desempeño de las AFP. El desempeño de los administradores de fondos de pensiones se encuentra ligado con el actuar prudente y diligente que deben cumplir en el monitoreo interno de las inversiones, y así lograr el mejor beneficio para los afiliados, es decir, una adecuada rentabilidad y seguridad de los fondos.

En ese sentido, estando el Sistema Privado de Pensiones en el Perú consolidándose, se encuentra en el momento para evitar los posibles errores que llevaron a la crisis al sistema de pensiones en Chile, el cual se consideró como modelo para crear el peruano. Uno de ellos como hemos establecido es el referente a la rentabilidad, el cual para contrarrestar su disminución, las AFP deberán cumplir con mantener una buena gestión del fondo, es decir, contar con un eficiente comportamiento, implementar el uso de mecanismos de mitigación y desincentivar los posibles problemas a presentarse en las inversiones.

En la misma línea, mantener una buena gestión del fondo evita que las AFP incurran en costo reputacional el cual acarrea no solo la posibilidad de que los administrados migren a otras AFP, si no que se genere desconfianza e incertidumbre sobre el nivel de eficiencia en el esfuerzo realizado en la gestión. Este nivel de eficiencia se basa en lograr el mayor beneficio para los afiliados, y cumplir con el cuidado y diligencia que permita lograr un sistema de control que evalúe y monitoree los aspectos significativos que inciden o afectan las carteras administradas.

De este modo, la implementación de los estándares de debida diligencia en el monitoreo interno no solo logrará un óptimo sistema de control interno, y mitigar la exposición a los riesgos del fondo, sino también mejorar la imagen que tiene la población sobre el Sistema Privado de Pensiones. Ello al buscar obtener una adecuada rentabilidad y seguridad de los fondos que les permita generar una pensión óptima al jubilarse, derivado de ejercer con buena fe, cuidado, destreza, y diligencia de una persona prudente experta en inversiones.

Al desarrollar las AFP una actividad que envuelve riesgos e incertidumbre se encuentran obligadas a implementar una estrategia que implemente mecanismos de *compliance* y se encuentre diseñada con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el fideicomiso. Para ello, las AFP deberán adoptar los medios necesarios para evitar el riesgo de generar un perjuicio en los activos de los afiliados, con el fin de tomar las precauciones necesarias, al encontrarse en mejor posición de obtener información al ser miembro del Comité de Vigilancia.

En este sentido, resulta relevante definir el comportamiento que debe seguir las AFP bajo la regla de un profesional experto y diligente que se dedica a las inversiones de fondos de pensiones, con el fin de que el *performance* de los administradores de fondos de pensiones denote idoneidad en las prácticas de gestión de inversiones de un fondo determinado y justifique las decisiones de inversión. Ello conforme al *due diligence* de un Administrador de Fondos de Pensiones en el monitoreo interno de las inversiones.

Como se observa, la relevancia de que exista un marco normativo que contemple el tratamiento jurídico del estándar de *due diligence* que deben cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario, radica en la necesidad de que los Administradores de Fondos de Pensiones aseguren una óptima gestión de los activos y desempeñen un importante rol de monitoreo con respecto a la variedad de actividades de los fondos de pensiones relacionadas con la administración de inversiones de activos.

De esta manera, el incumplimiento del *due diligence* se encuentra circunscrito en la inacción de las AFP al no realizar las actividades suficientes para mantener un adecuado sistema de control interno y mitigar los riesgos de inversión, en su calidad de expertos en inversiones. Asimismo, la no evaluación e información a los órganos competentes, considerando la situación que registra el Fondo, al no realizar la evaluación de los impactos en las inversiones, la situación de la empresa y el cumplimiento del Reglamento de Participación discutido en Asamblea de Partícipes.

La regulación de legislaciones como la norteamericana y la inglesa contiene

criterios definidos sobre el deber fiduciario mediante presupuestos regulatorios y dispositivos de protección de mercado, por el contrario en la legislación peruana no se detallan. Es así que en el *common law* se aplica la regla del *prudent investor* a los Administrador de Fondos de Pensiones al exigirles, como experto en inversiones, cumplir con el *due diligence* respecto a la gestión del fondo de pensiones y sus activos. Asimismo, el deber de lealtad a los afiliados, y el principio de diversificación del fondo y evitar el riesgo injustificado (Roe 2006: 466-467).

Por ello, la presente investigación tiene como finalidad establecer cuáles son los criterios de diligencia que deben cumplir los Administradores de Fondos de Pensiones en el marco de su deber fiduciario. Es por ello que para delimitar los estándares de debida diligencia se revisará la doctrina del *common law*, ya que contiene un amplio conjunto de normas destinadas a la responsabilidad civil de los administradores de fondos de pensiones por haber incumplido el deber de diligencia en el marco de su deber fiduciario. De este modo, en base a un análisis de la doctrina de Estados Unidos y Reino Unido, así como también de Perú, se podrá delimitar la responsabilidad fiduciaria de las AFP por incumplimiento de su debida diligencia como una persona experta en inversiones.

CAPITULO I: CIVIL LAW: ANALISIS DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS ADMINISTRADORES DE FONDOS DE PENSIONES

1. Estándares de responsabilidad del derecho civil

1.1. Responsabilidad Administrativa de las AFP

En la doctrina nacional las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones se encuentran sujetas a un régimen común de responsabilidad administrativa regulado en el Anexo I de “Infracciones Comunes” y Anexo IV de “Infracciones Específicas del Sistema Privado de Administración de Fondo de Pensiones” Reglamento de Sanciones de la Superintendencia, aprobado por la Resolución 816-2015-SBS y sus modificatorias.

El artículo 94 del El Reglamento del TUO de la Ley del SPP de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, dispone que los representantes designados por las AFP a efectos de que se ejerzan, a nombre de los fondos de pensiones, los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos de los fondos de pensiones. Asimismo, deberán velar por la defensa de los derechos que corresponden a los fondos de pensiones, con independencia de los intereses de las AFP y se sujetarán a las mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo, y propiciarán la adopción de estas en los órganos de gobierno en los que ejercen el cargo.

Por otro lado, el artículo 21-B del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, establece que “las AFP, en su condición de administradoras de los aportes obligatorios y voluntarios que realicen los afiliados a sus CIC, asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales cuya finalidad es la provisión de los recursos adecuados para el otorgamiento de una pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su vida laboral. En merito a ello, es responsable de actuar con la diligencia que le

corresponde a su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de tomas de decisiones de la administración de las CIC a su cargo... [...]"

Por tanto, el artículo 21-B del TUO dispone que las AFP asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales, debiendo actuar con la diligencia que le corresponde a un experto en las inversiones; esto último conforme al artículo 59 (b) del Reglamento de la Ley del SPP. Adicionalmente, el artículo 59 (a) del Reglamento de la Ley del SPP precisan que las AFP se encuentran obligadas a administrar los fondos de pensiones atendiendo siempre el interés de los afiliados.

El incumplimiento de los Administradores de Fondos de Pensiones sobre la Ley General, es decir, el artículo 21-B del TUO, el cual establece el deber fiduciario de los administradores, encuentra sus parámetros establecidos en el sistema de control interno, el cual deriva de la normativa que regula a las AFP, en particular del Título VI del Compendio de Normas del SPP (Resolución SBS N° 052-98-EF/SAFP), y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos, y disposiciones (Resolución SBS Nro. 272-2017).

Cabe acotar que se ha prepublicado el proyecto normativo: Proyecto de Resolución que reglamenta la participación de los representantes designados por las AFP en sociedades cuyas acciones son adquiridas con recursos de los fondos de pensiones, así como los mecanismos para la designación de los candidatos a directores en tales sociedades, con fecha 18 de mayo de 2017.

Este proyecto referente al *proxy voting* busca fortalecer la responsabilidad fiduciaria que regula el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones frente a los afiliados y conforme a los estándares internacionales y las mejores prácticas de Gobierno Corporativo, al establecer los derechos y obligaciones de los representantes de las AFP derivados de las inversiones realizadas con recursos de los fondos de pensiones.

Por otro lado, con respecto al Título VI del Compendio de Normas del SPP, el artículo 112 del Capítulo XI del Título VI del Compendio de Normas del SPP referido a los “Requerimientos mínimos de la Unidad de Riesgos de Inversión” especifica que le corresponde a la Unidad de Riesgos de Inversión, dentro de sus funciones, permitir el adecuado cumplimiento de los criterios de control interno, como son la eficacia, eficiencia, confidencialidad, integridad, disponibilidad y cumplimiento normativo, establecidos en el manual de políticas y procedimientos del Sistema Integral de Administración de Riesgos de Inversión.

En ese sentido, la Unidad de Inversiones y la Unidad de Riesgos debe realizar un análisis con respecto a la inversión del Fondo con la finalidad de mitigar la exposición a los riesgos de inversión, asimismo que el sistema de control interno garantice un flujo de información adecuado en relación a la inversión en el Fondo entre las áreas y unidades pertinentes, así como el cumplimiento de las disposiciones normativas.

Asimismo, el artículo 113 (e) (p) del Título VI del Compendio de Normas del SPP dispone que es función de la Unidad de Riesgos de Inversión de las AFP: i) analizar y monitorear de manera periódica los riesgos de las inversiones realizadas a través de vehículo de inversión indirectos (fondos mutuos y de inversión, fondos alternativos, entre otros); e ii) informar los resultados del monitoreo de la exposición a los diferentes riesgos de las inversiones directas e indirectas, al menos mensualmente y de forma oportuna al Comité de Riesgos de Inversión, al Gerente General, Auditor Interno y Directorio, proponiendo en caso corresponda las medidas correctivas y preventivas.

Son obligaciones de las AFP según el artículo 162 (g) del Título VI del Compendio de Normas del SPP “informar a la Superintendencia sobre cualquier evento o hecho relevante, dentro de los cinco (5) días útiles de conocido el hecho, que pueda afectar el patrimonio de los fondos de inversión tradicionales locales y los fondos alternativos locales y extranjeros; u otra información referida al incumplimiento de la regulación vigente en relación a dichos instrumentos. Además, en el caso de otros instrumentos u operaciones de inversión emitidos bajo la modalidad de

oferta privada por emisores no inscritos en algún registro público de valores, deberá informar a la Superintendencia en el plazo antes definido, la información de eventos que puedan afectar el valor o la marcha normal del negocio, que le haya sido comunicada por el emisor o administrador del fondo, y que no sea de carácter público”

Respecto al deber fiduciario atribuido a las AFP, este comprende la debida diligencia en la etapa previa a la inversión y aquella desplegada durante su vigencia “*ongoing due diligence*”. Algunas de las actividades comprendidas, dentro del concepto de *due diligence* son: i) la investigación y evaluación de las características de una administración, filosofía de inversión, y términos y condiciones previas al compromiso de capital del fondo; ii) el proceso sistemático de la evaluación de información para identificar riesgos y temas relacionados a la transacción; iii) el proceso de chequeo de la veracidad de información contenida en los estados financieros de la compañía; y iv) proceso por el cual un inversionista investiga las oportunidades de la inversión, valora la cualidad del equipo gestor, y valora los principales riesgos asociados con una oportunidad de negocios (Shain 2008:10).

1.2. Responsabilidad por inejecución de obligaciones

El incumplimiento de los Administradores de Fondos de Pensiones sobre la Ley General, es decir, el artículo 21-B del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, el cual establece el deber fiduciario de los administradores, y cuyos parámetros se encuentran establecidos en el Título VI, genera responsabilidad.

La responsabilidad civil se define como “un fenómeno que consiste en que el ordenamiento jurídico haga de cargo de una persona el deber de resarcimiento del daño ocasionado a otro, como consecuencia de la violación de una situación jurídica”(León 2007: 35).

Por otro lado, la responsabilidad civil nace a partir de los riesgos derivados de la interacción cotidiana. Para controlar los distintos riesgos se ha establecido estándares razonables de conducta, los cuales deberán ser asumidos por la parte que ocasiona el daño. Es por ello que quienes pueden ocasionar los daños deberán tomar una decisión que mantenga un nivel de precaución que minimice el costo social, es decir, los costos de prevención, el daño y los costos de transacción (Monateri 2001:108-109).

Nuestro Código Civil de 1984 utiliza el criterio de la relación obligatoria codificado en el Libro de Obligaciones relativo a “Inejecución de las Obligaciones”, el cual comprende las relaciones obligatorias tanto contractuales o llamada “responsabilidad obligacional”, como extracontractuales o llamadas “responsabilidad no obligacional” (Barchi 2000:40).

Tanto en el sistema de responsabilidad civil obligacional como en la no obligacional, lo fundamental es la reparación de los daños causados a las víctimas. Al respecto Taboada expresa que “el objetivo de los sistemas de responsabilidad civil no es el sancionar las conductas antijurídicas, sino el que se indemnicen los daños causados” (2013:60-61).

La diferencia entre ambos sistemas se basa en que en la inejecución de la obligación, la responsabilidad nace del incumplimiento absoluto o relativo de la obligación. Por el contrario, en la responsabilidad no obligacional la responsabilidad nace de una conducta que ocasiona un daño (León y Fernández 2005: 10).

En cuanto al incumplimiento de la obligación preexistente de mantener un adecuado sistema de control interno tipificado en el Título VI y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos, y disposiciones, se estaría tratando de una inejecución de obligación; en el cual el vínculo jurídico que une a las partes emana de una relación obligacional de cumplir con la debida diligencia de una persona experta que tiene conocimientos de las inversiones en el sistema pensiones en el marco de su deber fiduciario tipificada en el artículo 21-B

del TUO. De esta manera, como se aprecia en el artículo 1314 es responsable por el incumplimiento o cumplimiento tardío o defectuoso al haber actuado con culpa (diligencia requerida) al no monitorear adecuadamente las inversiones de los afiliados.

Al respecto, según Mengoni (1954:23), en la inejecución de obligaciones “es necesario que el daño sufrido por la persona o por las cosas de una de las partes sea causado por la actividad de la otra, esencialmente vinculada a la ejecución del contrato”. Asimismo, la responsabilidad del incumplimiento total, parcial y tardío deviene de un vínculo obligacional pre establecido, del cual se imputa dolo, culpa grave o culpa leve.

En la misma línea, De Trazegnies (1988:420) señala que “la responsabilidad contractual cubre fundamentalmente dos supuestos de daño: el incumplimiento de la prestación contratada o el cumplimiento parcial, tardío o defectuoso (que es una forma de incumplimiento de la prestación) y la mora (que es el incumplimiento de una obligación radicalmente vinculada a la prestación principal, constituida por el compromiso de ejecutar tal prestación principal en un plazo igualmente contratado)”. De esta manera, la inejecución de obligaciones busca proteger el legítimo interés del acreedor, en este caso el afiliado, de la pérdida sufrida o la ganancia dejada de obtener debido al incumplimiento de la prestación que se comprometió el deudor (Ojeda 2011:21).

Los elementos de la responsabilidad civil que derivan del incumplimiento de las obligaciones, se encuentra conformado por la imputabilidad, la ilicitud o antijuricidad, el factor de atribución, el nexo causal y el daño.

Primero, la imputabilidad, entendida como “la aptitud que tiene el sujeto para hacerse responsable civilmente por los daños que ocasiona” (Espinoza 2003: 69). Ello se refiere al “análisis del comportamiento del agente atendiendo a su naturaleza, sus capacidades y cualidades” (Fernández 2005:240). Específicamente, en la responsabilidad por culpa al por no haber tomado las precauciones necesarias en el marco de su actuar diligente.

Segundo, la ilicitud o antijuridicidad, referida a la constatación de que el daño causado no se encuentra permitido por el ordenamiento jurídico. Además, en los casos en los que se imputa falta de voluntad del hombre, se trataría de un acto culposo proveniente de una antijuridicidad subjetiva (Espinoza 2003: 59). De este modo, “la ilicitud es el comportamiento que no corresponde con aquel que hubiera adoptado un individuo prudente y avisado colocado en las mismas circunstancias” (Chabas 2012:159).

Tercero, el factor de atribución, es decir, el supuesto justificante de la atribución de responsabilidad por culpa o dolo al sujeto. En la inexecución de obligación la responsabilidad subjetiva es por dolo, culpa inexcusable o culpa leve (parámetro de diligencia); por el contrario en la responsabilidad objetiva es responsable el deudor si se hace valer por un tercero (Espinoza 2003: 161).

Cuarto, el nexo causal, concebido como la vinculación entre el evento lesivo y el daño producido. Para determinar el nexo causal se necesita establecer que la conducta (acción u omisión) que se realizó es la causa de que se produzca el daño (Casación 4664-2010-Puno). En la responsabilidad subjetiva, la relación de causa - efecto entre el comportamiento culpable del agente y cuando el evento nocivo es evidente, lógico y directo, por el contrario, en la responsabilidad objetiva, se observa entre la situación regulada por la ley especial y el evento (Valsechi 1947:151).

Quinto y último, el daño debe ser cierto y comprender las consecuencias negativas derivadas de la lesión de un bien jurídico tutelado, sea patrimonial o extrapatrimonial (Osterling 1967:399). Es decir, todo detrimento derivado de la inexecución de la obligación.

En la inexecución de obligaciones se adopta el régimen de responsabilidad subjetivo y objetivo. El sistema de responsabilidad objetivo tiene como finalidad la función compensatoria en el cual es fundamental evaluar el actuar diligente o negligente de la víctima para poder determinar si le recae responsabilidad del daño (Velarde 2008: 273-274), por lo cual, existe mayor probabilidad de que el

causante quede exento de responsabilidad al alegar caso fortuito, fuerza mayor o el hecho determinante de un tercero (Velarde 2008: 269).

Por el contrario, el sistema de responsabilidad subjetivo implica que quien causa el daño es responsable por no tomar el nivel de precauciones necesario que acredite su actuar diligente. En este sentido, si logra probar que actuó con diligencia ordinaria, o dolosa (León y Fernández 2005:18) será exento de responsabilidad (Velarde 2008:271).

Como se observa, el sistema de responsabilidad aplicable al incumplimiento de las administradores de fondos de pensiones, derivado del actuar diligente que deben cumplir en el marco de su deber fiduciario, se relaciona con un sistema subjetivo, ya que se exige que el causante adopte una diligencia ordinaria, caso contrario se le imputará el perjuicio causado.

Ahora bien, en el sistema de responsabilidad subjetiva la imputación de culpa o dolo se relaciona con la carga probatoria según cada caso. En ese sentido, se imputa culpa al encontrarnos en un actuar negligente por parte del sujeto que genera el daño, por otro lado, se imputa dolo si se demuestra que tenía voluntad para causar el daño (León y Fernández 2005: 16-17).

Asimismo, en un sistema de responsabilidad subjetiva, se debe analizar si quien ocasionó el daño podía o no prever las consecuencias derivadas de su comportamiento, para lo cual se deberá verificar que cumplió con el estándar de “buen padre de familia” (Bullard 2009: 720).

Por tanto, al tener en cuenta que las AFP se encuentran obligadas a monitorear los fondos de pensiones, en el marco de su deber fiduciario, y que dicho monitoreo debe cumplir con ciertos estándares de diligencia, este se relaciona con el sistema de responsabilidad subjetivo por culpa, el cual implica la responsabilidad del sujeto al no actuar diligentemente en el desarrollo de su actividad, así éste cumpla con el resultado de la obligación.

1.2.1. Responsabilidad civil por culpa

El sistema de responsabilidad obligacional subjetivo se define en el Código Civil Peruano en los artículos 1314 y 1320, las cuales indican lo siguiente:

Inimputabilidad por diligencia ordinaria

Artículo 1314.- “Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso”.

Culpa leve

Artículo 1320.- Actúa con culpa leve quien omite aquella diligencia ordinaria exigida por la naturaleza de la obligación y que corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar.

De esta manera, la responsabilidad civil subjetiva es una infracción a la norma “que tiene un carácter de refuerzo y de prevención ante un acto o consecuencia desaprobado por el ordenamiento jurídico” (Sanz 2000: 50) en el que se debe mantener los deberes de conducta.

En el sistema de responsabilidad subjetivo quien ocasiona el daño a otro deberá asumir todos los daños generados por no haber tenido un comportamiento diligente razonable, al no haber tomado las precauciones necesarias. De este modo, en este sistema, quien realiza la actividad, debe adoptar un nivel de precauciones (*due care*) que acredite que actuó diligentemente (Velarde 2008: 269-271).

Por otro lado, la responsabilidad civil subjetiva “surge ante un acto antijurídico que causa un daño que ha de ser reparado. En ese sentido, el carácter subjetivo le viene dado por el hecho de que el criterio de imputación subjetiva que utiliza es la culpabilidad del autor” (Sanz 2000: 30).

En la misma línea, “la culpa contractual supone una obligación concreta, preexistente, formada por la convención de las partes y que resulta violada por una

de ellas” (Bustamante 1997:71). Al respecto, José León Barandiarán expresa que la “culpa, en sentido lato, es toda violación de un deber jurídico, cuando consiste en la falta de diligencia en el cumplimiento de las obligaciones, es culpa contractual” (1956: 60). Incluso, Cornejo manifiesta que la culpa es la “falta de diligencia, de previsión, de prudencia, en la acción o en la abstención” (1938: 268).

Por otro lado, la culpa, como expresa Corsano (2003: 238), es vista como una actitud psíquica y consiste “(...) en un defecto de la voluntad que impide la diligencia necesaria en las relaciones humanas (...) que hace que se opere imprudentemente (culpa) o que se omitan las precauciones que se debían adoptar (negligencia)” (Osterling 1988:150).

Al respecto, Osterling manifiesta que “en la ausencia de culpa, el deudor simplemente está obligado a probar que prestó la diligencia que exigía la naturaleza de la obligación y que correspondía a las circunstancias del tiempo y del lugar, sin necesidad de demostrar el acontecimiento que ocasionó la inejecución de la obligación.” (1988:233). Es por ello que se debe analizar la comparación de la conducta diligente con un patrón, en otras palabras, “en función a lo que habría hecho por ejemplo, una persona reflexiva y consciente, conforme al estricto círculo del tráfico o inclusive siguiendo a la experiencia norteamericana contemporánea, en función a la norma del “hombre razonable (Fernández 2005:244).

De este modo, la culpa como criterio jurídico de imputación del daño, ocasionado por el sujeto responsable, se manifiesta en la omisión de la diligencia (Bianca 2001:365); en consecuencia, la conexión se debe a que el sujeto es responsable al no haber mantenido un comportamiento diligente establecido según su actividad. Al respecto, Bianca refiere que el responsable “habría debido evitarlo con un comportamiento diligente determinado, se corresponde con la ausencia (presunta) de un nexo psicológico que vincule la voluntad del sujeto con el evento dañoso” (2001:365).

El criterio de valorización de la culpa como agravante de realizarlo bajo la inejecución de obligaciones refiere a la *culpa in abstracto* al referirnos a la

diligencia ordinaria requerida (Fernández 2005: 244), tipificada en el artículo 1320 al mencionar que “actúa con culpa leve quien omite aquella diligencia ordinaria exigida por la naturaleza de la obligación y que corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”.

En la culpa subjetiva la imputabilidad se determina al decidir si se mantuvo o no los cuidados necesarios en determinada labor. Es decir, “lo que debe juzgarse es la conducta de determinado deudor ante determinado evento y no el proceder genérico de un miembro de la especie humana” (Osterling 1988: 206).

De esta manera, el criterio que propone el Código Civil se basa en evitar el daño por medio de la utilización de un estándar. Se debe considerar en dicho estándar la naturaleza de la obligación y las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar para imputar incumplimiento por no haber mantenido un actuar diligente, es decir, un nivel de cuidado y prevención según la actividad devenida de la obligación.

1.2.2. Relación obligacional de medios

La culpa fija parámetros para medir el grado de diligencia que debe adoptar el deudor a fin de no incurrir en responsabilidad. Al respecto, los romanistas establecieron la culpa lata, la culpa leve in abstracto y la culpa leve in concreto. La primera se refiere a la negligencia excesiva. La segunda, se caracteriza por no prestar los cuidados de un *bonus et diligens pater familia* (una persona diligente común). La tercera, se refiere a si el deudor puso los mismos cuidados que en sus otros asuntos (Osterling 1967: 359-360).

La imputación de culpa leve, al referirse a la “culpa in abstracto”, en una inejecución de obligaciones, se encuentra circunscrito en el artículo 1320 del Código Civil y se configura al omitir el cumplimiento de las reglas de conducta de debida diligencia y prudencia. De esta manera, establece que “actúa con culpa leve quien omite aquella diligencia ordinaria exigida por la naturaleza de la obligación y que corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”.

Por lo cual, se debe analizar la conducta en un determinado evento y no el actuar genérico de la especie humana (Fernández 2005: 253). Además, la presunción de la culpa leve se basa en que al deudor le resulta menos oneroso probar su diligencia, ya que cuenta con mayor información (Velarde 2008: 278). De este modo, deberá probar que la prestación era imposible de realizar, si lo que se busca es la exoneración de la responsabilidad (Osterling 1967: 413). Por tanto, existe una presunción *iuris tantum* de la culpa leve del deudor por inejecución de la obligación (Osterling 1967: 355).

En efecto, se establece la imputación de culpa leve como indica el artículo 1320 del Código Civil al omitir el cumplimiento de las reglas de conducta de debida diligencia y prudencia que deben cumplir las AFP emanadas del artículo 21-B del TUO, en el marco de su deber fiduciario. Ello al observar la omisión de “aquella diligencia ordinaria exigida por la naturaleza de la obligación, y que corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”. En el caso en concreto, la diligencia que debe tener un profesional experto en inversiones.

Por otro lado, en el caso de culpa leve, el deudor sólo responde de los daños que pudieron preverse en el momento de la constitución de la obligación. De esta manera, al incumplirse la obligación de manera parcial, tardía o defectuosa se establece culpa leve, para lo cual deberá probar haber actuado diligentemente con el fin de excluirse de responsabilidad según el artículo 1329 del Código Civil, por lo cual, la distinción en base a la carga probatoria no resulta tan amplia en nuestro sistema legislativo (Velarde 2008: 279).

De este modo, el administrador de fondos de pensiones, incurre en culpa leve al omitir el cumplimiento de mantener una actitud de debida diligencia y prudencia en la toma de decisiones correspondientes al monitoreo interno de las inversiones que mantienen las AFP. Cabe acotar que para exonerarse de responsabilidad por culpa, las AFP deberán demostrar que actuaron con la debida diligencia según el comportamiento que debe adoptar una persona con conocimiento en las inversiones de fondos de pensiones.

Por otro lado, el criterio fundamental para determinar si es una obligación de

medios o de resultados es la voluntad de las partes (Garzón y Parada 2015: 252). Para ello, se debe primero analizar si la prestación consiste en una obligación de dar, hacer o no hacer, para así definir el régimen aplicable de responsabilidad y la carga de la prueba (Garzón y Parada 2015: 252).

La obligación de dar consiste en la entrega de una cosa, para lo cual se deben realizar las acciones necesarias que conlleven a que el acreedor tome posesión de la cosa. Por otro lado, las obligaciones de no hacer implican una omisión o una abstención (Castillo Freyre 2014: 212).

En el caso de las obligaciones de hacer, estas imponen el desarrollo de una actividad en la que se satisface el interés del acreedor o un determinado resultado. En la primera, el deudor debe actuar diligentemente sin necesidad de que se consiga el resultado (obligación de medios). En la segunda, se debe cumplir el objetivo (obligación de resultados) (Fraga 1991: 25-26).

De esta manera, las obligaciones de hacer se diferencian entre obligaciones de medios y obligaciones de resultado. Si bien no existe una diferenciación ontológica de la obligación de medios y de resultados en el Código Civil Peruano, se han planteado tesis con respecto a la diferenciación u oposición de la aplicación de reglas de responsabilidad y exoneración entre las obligaciones de medios según el artículo 1314, y de resultado en aplicación del artículo 1315 (Fernández 2005: 151).

Para ello es necesario examinar las posturas a favor o en contra con respecto a realizar una distinción o no de cada una de estas obligaciones, y así poder determinar el carácter de la obligación de los profesionales dedicados a la administración de fondos de pensiones, y asimismo, la responsabilidad generada por su incumplimiento, en relación a su obligación con los afiliados de brindar el servicio de la administración de sus activos.

En contra de las posturas de realizar una distinción entre las obligaciones de medios y de resultado, la tesis de Osti postula que siempre se tiene como objeto el

resultado y no solo el esfuerzo necesario para conseguirlo (Fernández 2004: 149).

Al respecto, Osterling y Castillo Freyre consideran que la clasificación de la obligación de medios y resultados es errada, ya que “los medios constituyen el propio resultado y que el resultado no es otra cosa que la inejecución misma de los medios” (2014:488). Es decir, asumen que no se puede distinguir la ejecución de la obligación y el cumplimiento, ya que el cumplimiento de toda obligación implica un deber de conducta. Este cumplimiento de conducta, así como también, lograr el resultado, es parte del pago que se efectúa al realizar la actividad (Osterling 2014: 483).

Asimismo, Castillo Freyre manifiesta que realizar una distinción entre las obligaciones de medios y de resultados es imprecisa, debido a que considera que, “toda obligación implica, en sí misma, medios y resultado. El deudor, simplemente, no se obliga más allá del contenido de la propia obligación” (Castillo Freyre 2014: 217).

Por otro lado, con respecto a la distinción, es necesario examinar el objeto inmediato de la obligación del arrendador para determinar si el arrendamiento de servicios y el contrato de obra es una obligación de medios o de resultado. Para ello, el arrendamiento es de servicios si la obligación se basa en una prestación de servicios de trabajo o de realizar una actividad. Por el contrario, si no considera el trabajo que lo crea y se obliga a la prestación de un resultado determinado, se trataría de un contrato de obra (Blanco 2014: 56).

Asimismo, en la obligación de medios, el deudor trata de alcanzar de forma mediata el interés primario del acreedor, en ese sentido, no incurre en incumplimiento que el deudor no cumpla con el interés primario, siempre y cuando satisfaga el interés del acreedor, debido a que lo que busca el acreedor es que se realice una actividad diligente. Por el contrario, en la obligación de resultados, el deudor, de manera inmediata, debe obtener el resultado que satisfaga el interés primario del acreedor; en otras palabras, no es relevante el actuar diligente del deudor, si no el satisfacer el interés primario del acreedor

(Crespo, 2013: 9-10).

Cabe acotar que existe una serie de criterios para establecer que cuando configura una obligación de medios. En base a ello, Cabanillas ha descrito como criterios la situación de las partes, el carácter aleatorio del resultado, el papel activo o pasivo del acreedor en el cumplimiento, la mayor o menor determinación de la prestación prometida, el sistema de imputación del riesgo y el recurso a la equidad (1993: 40-46).

Por otro lado, la tesis de Demogue, postula la distinción entre obligaciones de medios y resultados (Cabanillas 1993:32). La posibilidad de distinguir en qué casos nos encontramos ante una obligación de medios o de resultado se basa en que las obligaciones de medios refieren al compromiso del deudor de realizar una actividad de manera diligente, en el cual el deudor cumple con emplear los medios prometidos, aunque no se logre lo deseado (Wayer 1990: 126). Por otro lado, en las obligaciones de resultados, Josserand sostiene que el deudor se obliga a obtener un resultado determinado y con ello satisfaga el interés del acreedor es decir, sin que la diligencia en su actuar sea necesaria (1952: 83-84).

En la misma línea, Lobato Gómez ha definido que las obligaciones de resultado son aquéllas en las que el deudor se obliga de forma directa e inmediata satisfacer el interés del acreedor, para lo cual, su cumplimiento o incumplimiento depende de la producción o no del resultado y, no del grado de diligencia en la ejecución de la obligación. Por el contrario, las obligaciones de medios son aquéllas en el que de forma mediata, se satisface al acreedor por medio de un actuar diligente, por tanto, lograr el resultado es independiente del cumplimiento e incumplimiento de la obligación (Blanco 2014: 53).

Como se observa, se admite que en “la obligación de medios o actividad, el comportamiento exigible al deudor consiste en el despliegue de una actividad diligente dirigida a satisfacer el resultado esperado por el acreedor. Por el contrario, en las obligaciones de resultado el deudor debe obtener el resultado esperado por el acreedor, no siendo suficiente con que haya hecho todo lo posible

para conseguirlo” (Crespo 2013: 8).

Otra diferencia para definir el tipo de obligación se basa en determinar si el deudor tiene derecho a exigir el pago de la contraprestación acordada o no. Adicionalmente, con respecto a la carga de la prueba, en las obligaciones de resultado, el acreedor solo deberá acreditar la no obtención del resultado prometido, debiendo el deudor probar la verificación de una causa no imputable; en cambio, en las obligaciones de medios el acreedor deberá demostrar la negligencia del deudor (León 2007:633).

Al respecto, Blanco considera que es fundamental lograr una distinción a partir de la carga de la prueba. En ese sentido, en una obligación de resultado se presume la culpa del deudor al incumplir con la obligación, es decir, al no producirse el resultado; por el contrario, en una obligación de medios, el acreedor deberá probar la negligencia o en todo caso, el deudor deberá demostrar que actuó con la diligencia debida (Blanco 2014: 63), la cual opera como criterio para establecer el cumplimiento de la obligación (Crespo 2013: 13).

Cabe acotar que el proyecto *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law - Draft Common Frame of Reference (DCFR)* creado por *Study Group on a European Civil Code* y *Research Group on EC Private Law (Acquis Group)*, contiene una serie de principios que sirven para establecer el estatuto esencial del derecho patrimonial en la Unión Europea. Este proyecto se basa en revisar los principios de derecho europeo sobre contratos, con el fin de crear un conjunto de normas y principios de derecho privado y ofrecerlo al mercado como derecho optativo (reglas).

Referente al contrato de servicios, el artículo IV.C.-2:106 del DCFR establece que es aquella obligación de hacer dirigida a la obtención de un resultado, es decir, un resultado específico declarado o previsto por el cliente en el contrato.

Asimismo, del DCFR se desprende *The proposed Common European Sales Law (CESL)* la cual si bien no regula el contrato de servicios trata sobre los casos en los

que se presta un servicio en el artículo 148 de la Parte V “*Obligation to achieve result and obligation of care and skill*”, establece de manera específica la diferencia entre las obligaciones de medios y las de resultado.

En ese sentido, se concluye que el resultado a alcanzar debe encontrarse especificado en el contrato (obligación de resultado), y así satisfacer de forma inmediata el interés primario del acreedor; caso contrario, el deudor deberá ejecutar el servicio manteniendo una conducta diligente, es decir, con el cuidado y la habilidad razonable (obligación de medios) de acuerdo al servicio que brinda, y en conformidad a las leyes y disposiciones jurídicas vinculadas (Crespo 2013: 25)

Por otro lado, la distinción se observa aún más en el *Unidroit Principles of International Commercial Contracts* (UNIDROIT) creado en el año 2010, el cual establece reglas para los contratos comerciales internacionales, y cuya aplicación se rige por i) un acuerdo entre las partes, ii) principios generales de derecho, iii) no haber elegido una ley que rija el contrato, iv) interpretar o complementar instrumentos internacionales de derecho uniforme o derecho interno, y, v) como modelo para los legisladores nacionales e internacionales.

Asimismo, sobre el deber de lograr un resultado específico y el deber de realizar los mejores esfuerzos, el artículo 5.1.4 de UNIDROIT, refiere en el inciso 1 que la obligación de una parte implica el deber de lograr un resultado específico, para lo cual se encuentra obligada a lograr ese resultado (obligación de resultado). Por el contrario, el inciso 2 sobre la medida en que la obligación de una de las partes implica el deber de ejecutar los mejores esfuerzos en el ejercicio de una actividad. De este modo, existe una obligación de realizar los esfuerzos que haría una persona razonable en el mismo tipo de circunstancias (obligación de medios).

Si bien, como se observa, no existe unanimidad, no se puede negar que existen contratos en los que se busca obtener un resultado final y otros en los que el acreedor exige intentar lograr el resultado por medio de una conducta prudente y diligente. (Blanco 2014: 55). En ese sentido, Moreno Quesada señala que si “bien es verdad que las obligaciones de resultado no excluyen, antes bien la imponen, una

actividad diligente para conseguirlo; pero las partes, al concertarlas, piensan en el resultado y no en los medios que han de permitir alcanzarlo, por lo que hacen al resultado el objeto directo de la obligación, y en cuanto a la diligencia con que haya de actuarse, será toda la necesidad, no es cuestión de cantidad, sino de eficacia de la utilizada, de tal manera que al no alcanzar el resultado hace presumir que no se empleó la necesaria” (Blanco 2014: 55).

Por otro lado, Fraga menciona que las obligaciones de medios se caracterizan por el despliegue de una conducta diligente, ya sea esta técnica, profesional o común, y no por lograr un resultado. Asimismo, menciona al igual que Blanco que las obligaciones de resultado corresponden a los contratos de obra, debido a que en ellas es necesario para su cumplimiento haber logrado el resultado debido. Por otro lado, añade que son obligaciones de medios las realizadas por los médicos, abogados o del mandatario y gestor de negocios (1991: 7-8).

En el caso de los gestores de negocios, cuya actividad se basa en administrar intereses ajenos se relaciona a la del administrador de fondos de pensiones de gestionar la cartera administrada en su carácter de fiduciario, para lo cual Fraga menciona que deben cumplir el desarrollo de su actividad de manera diligente, pero no cualquier diligencia, si no la de un profesional, sin ser relevante el resultado (1991: 9).

En consecuencia, las obligaciones de las AFP, en el cual el afiliado no le exige al administrador de fondos de pensiones que la inversión sea exitosa, sino que se realice una utilización diligente y correcta de los medios, es decir, la aplicación del conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada profesión y la experiencia, con el fin de lograr un adecuado monitoreo interno de las inversiones, se trataría de una obligación de medios.

De este modo, la diligencia en la obligación de medios aparece como un criterio de cumplimiento exclusivo de las obligaciones de medios, que sirve para establecer la conducta en base al patrón de diligente debida que debe cumplir el deudor, y además, uno común como criterio general de imputación, referente a la prueba

liberatoria, en el cual se analiza si hubo imposibilidad o no de actuar diligentemente (Fraga 1991: 31).

Por consiguiente, el deudor tiene la única obligación de emplear los medios apropiados en la realización de la actividad, para ello deberá emplear el conocimiento, habilidad y destreza de su profesión, así como también considerar los riesgos que implica su actuar, el cual deberá ser llevado de manera diligente. (Blanco, 2014: 52-74). Al respecto, Moreno Quesada expresa que la obligación de medios es *“aquella por la cual el deudor se compromete solamente a hacer lo posible para procurar al acreedor la prestación que éste espera: no se compromete a procurarle, cueste lo que le cueste, un resultado, sino a actuar diligentemente. Son obligaciones en que la diligencia misma del deudor se hace objeto de la obligación”* (Blanco 2014: 54).

En concordancia con lo señalado, Demogue plantea que toda obligación conlleva una prestación debida, sin embargo, la naturaleza de la prestación varía entre sí, con lo cual, lo que se busca es un resultado o intentar lograrlo por medio del deber general de mantener una conducta prudente y diligente (Cabanillas 1993:32).

Es así que al encontrarnos frente a una obligación de medios o también llamada “obligaciones generales de prudencia y diligencia” (García 2015:32), se establece que el deudor no es responsable si cumple con el estándar de diligencia. En la misma línea, Josserand indica que “la inejecución de una obligación de medios se deduce solamente de la no observancia por el deudor de los deberes de diligencia, vigilancia, prudencia, competencia, etc., que había asumido; en una palabra, de una falta que ha cometido y cuya prueba, que incumbe al acreedor descontento, no dejará de tener dificultad” (Osterling y Castillo 2014: 447).

Al respecto, Díez Picazo manifiesta que la obligación de medios “trata de poner de relieve cómo el deudor puede quedar obligado únicamente a un determinado despliegue de energía o actividad, la observancia de un estándar o un modelo de conducta, mientras que, en otros casos, su compromiso y su obligación pueden

consistir en la producción de una modificación en la realidad material o en la realidad jurídica” (2002: 238).

Por tanto, el grado de colaboración exigido gira en torno a la conducta del deudor, en este caso la del Administrador de Fondos de Pensiones, en base a su diligencia y prudencia empleada en el control ejercido en el monitoreo interno, en el marco de su deber fiduciario. Para ello, es necesario que se cumpla con las precauciones necesarias a fin de cumplir con el estándar de diligencia según la actividad a realizar.

1.2.3. Estándar de debida diligencia: hombre experto en inversiones

Como se ha mencionado en líneas anteriores, la responsabilidad por inejecución de obligaciones se basa en la noción de diligencia y prevención al tener la parte encargada de ejecutar la prestación que enfrentar los riesgos vinculados en la transacción. Por ello, la exoneración de responsabilidad se configura al alegar que actuó con diligencia en el desarrollo de la actividad.

De esta manera, Trimachi menciona que “las medidas de diligencia pueden consistir en la asunción de nuevo personal o de personal más calificado, en la adopción de maquinas o materiales de mejor calidad, en la multiplicación de los controles, en un mantenimiento más frecuente, en la constitución de un almacén: todas medidas que tienen un costo en dinero”(1994:92).

Como se observa, el comportamiento diligente, en el que se desarrolla una prestación, ya sea de trabajo o a nivel profesional, consiste en mantener una conducta que adopte medidas de cuidado y atención que sea óptima desde el punto de vista económico. De este modo, el deudor se encuentra inducido a adoptar medidas diligentes e idóneas para anular o reducir los daños (Trimachi 1994: 92-93).

En este sentido, la aptitud del sujeto que cumple con la figura del buen padre de familia se basa en mantener un comportamiento diligente propio de determinadas

actividades en el que se le es exigible dicho criterio (Bianca 2001: 348-349). Dicho criterio se basa en poner en práctica todos los medios idóneos para salvaguardar los intereses ajenos, es decir, al acreedor. En caso no se cumpla con que el esfuerzo realizado sea el requerido, de acuerdo a los criterios de diligencia, que refleje su “buena voluntad”, se le imputará negligencia (Bianca 2001: 348-349). En otras palabras, debe vislumbrar esfuerzo de voluntad, conocimiento y cumplimiento de reglas técnicas según la actividad en la que se desarrolla la obligación.

El esfuerzo técnico del sujeto implica el empleo de instrumentos específicos y adecuados. Ello dentro del concepto de pericia, el cual implica contar con el conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada actividad o específicamente, una profesión (Bianca 2001: 354-355); como en el caso en concreto, un experto en inversiones. Como se puede observar, la diligencia no se basa solo en el empleo de cuidado y prudencia, si no también de pericia.

Por otro lado, es importante mencionar el proyecto *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law - Draft Common Frame of Reference* (DCFR) creado por *Study Group on a European Civil Code* y *Research Group on EC Private Law (Acquis Group)*, en cuyo *Chapter 2* del *Part C* sobre *services* menciona las normas aplicables a los contratos de servicios en general.

Específicamente en el IV. C. – 2:105 se establece las obligaciones de destreza y cuidado que debe cumplir el proveedor de servicios profesionales. Es este sentido, establece que debe cumplir con actuar con el cuidado y destreza que un proveedor de servicio razonable debe ejercer según las circunstancias, y de acuerdo a las disposiciones legales u otras normas aplicables al servicio.

1.2.4. Negligencia: función de prevención

Por otro lado, desde la perspectiva del análisis económico del derecho la responsabilidad civil cuenta con tres funciones (Morales 2002: 58):

- i. Reducción de los posibles costos primarios:** el potencial causante de

los daños se encuentra obligado de asumir los costos económicos, por lo cual, recibe incentivos para tomar precauciones.

ii. Reducción de los costos secundarios derivados de los daños para brindar una debida compensación: traslado del peso económico a quien cuenta con mejor situación patrimonial y de la distribución social del costo de los daños por un sistema de precios o de seguros, con el fin de minimizar los costos.

iii. Reducción de los costos terciarios: reducir los costos administrativos del sistema de responsabilidad civil.

De este modo, la primera función en base a tomar las precauciones necesarias para así reducir los costos generados del daño ocasionado, se relaciona con la función de prevención que deben realizar las AFP con el fin de cumplir con un monitoreo permanente y así cuidar los activos de los afiliados. Por ello, se implementan las precauciones eficientes como medio fundamental para no ocasionar el daño o en todo caso, lograr un óptimo nivel de realización de la actividad (Velarde 2008: 267-270).

Cabe acotar que la capacidad de prevención puede ser unilateral o bilateral. Es unilateral cuando la parte que realiza la actividad es la que debe tomar las precauciones con el fin de evitar ocasionar un daño. Por otro lado, es bilateral cuando ambos, tanto la víctima como el causa el daño, son responsables de tomar las precauciones y la probabilidad de que se produzca el daño (Velarde 2008: 270).

En el caso de la actividad de inversión de fondos de pensiones por parte de las AFP, se trataría de una prevención unilateral, ya que son ellos los responsables de mantener actuar diligente con respecto a la gestión del fondo de pensiones y sus activos, en búsqueda del mejor interés del afiliado.

Como puede apreciarse, los Administradores de Fondos de Pensiones son los encargos de cumplir con mantener un comportamiento que manifieste la toma de

precauciones y el ejercicio de cuidado, con el fin de evitar el riesgo de generar un perjuicio a los afiliados. Al respecto, Shavell (2004) manifiesta que *“only ‘injurers’ exercise of care or precautions affects accident risks; ‘victims’ behavior does not”* (2004:178).

Asimismo, Fernández menciona que la función preventiva es aquella “destinada a inducir a los potenciales causantes de daños a adoptar los medios de seguridad necesarios para evitar la posible renovación de conductas dañosas”(Fernández 2001: 28). En este sentido, la parte que debe adoptar las medidas de seguridad deberá contar con la información suficiente al encontrarse en mejor posición para obtenerla, y así poder establecer las precauciones a tomar.

Como se ha señalado, con la finalidad de cumplir con el estándar de diligencia y en consecuencia, cumplir con la obligación de mantener un óptimo monitoreo, es necesario implementar un sistema de prevención dentro del sistema de responsabilidad subjetiva por culpa. De este modo, Fernández establece que la prevención puede actuarse y obtener mejores resultados a través de la culpa en el régimen de negligencia (2001: 30).

La dinámica del funcionamiento de las precauciones eficientes funciona en la medida de que a mayores precauciones, menor será la probabilidad de que se reduzcan los daños. De esta manera, la función de prevención tiene como fin lograr la reducción de los daños que podrían ocasionarse (Velarde 2008: 268).

La función de prevención se utiliza para evaluar quien tomó las precauciones adecuadas, es decir, determinar si se actúa con diligencia. En caso contrario, genera responsabilidad al infringir el estándar de diligencia según la actividad (Velarde 2008: 267). En el caso en concreto, el estándar de debida diligencia en el marco del deber fiduciario a cumplir por las administradoras de fondos de pensiones.

En la misma línea, Fernández menciona que la función preventiva es aquella “destinada a inducir a los potenciales causantes de daños a adoptar los medios de seguridad necesarios para evitar la posible renovación de conductas dañosas”

(2001: 28). En este sentido, la parte que debe adoptar las medidas de seguridad deberá contar con la información suficiente al encontrarse en mejor posición para obtenerla, y así poder establecer las precauciones a tomar.

Por consiguiente, deberá cumplir con las normas establecidas por la autoridad pertinente y ejercer el cuidado, y destreza expresadas en dichas normas. Asimismo, debe tener en cuenta la magnitud, la frecuencia y la previsibilidad de los riesgos involucrados en el desempeño del servicio. Por tanto, debe tomar las precauciones necesarias y razonables con el fin de prevenir que se generen daños en la ejecución del servicio.

Es así que para determinar la imputabilidad se debe analizar la conducta diligente conforme al estándar de diligencia requerido según la actividad que realiza. Este patrón se establece “en función a lo que habría hecho por ejemplo, una persona reflexiva y consciente, conforme al estricto círculo del tráfico o inclusive siguiendo a la experiencia norteamericana contemporánea, en función a la norma del “hombre razonable” (Fernández 2005:241).

Por otro lado, para definir en qué casos es exigible la toma de precauciones y el nivel de costo eficiente a incurrir para lograrlo, se debe complementar la función preventiva con la fórmula de Learned Hand y el concepto *cheapest cost avoider* (Velarde 2008: 266).

La fórmula de Learned Hand es reconocido en las literaturas de derecho y economía como el primer método de análisis costo-beneficio para determinar la negligencia y la asignación de responsabilidad (Feldman 2002: 523). Esta fórmula fue elaborada por el juez estadounidense Hand en el caso *United States v. Carroll Towing Co.*, y examina si se proporcionan incentivos correctos por quien puede ocasionar el daño, y así formar niveles eficientes de precaución.

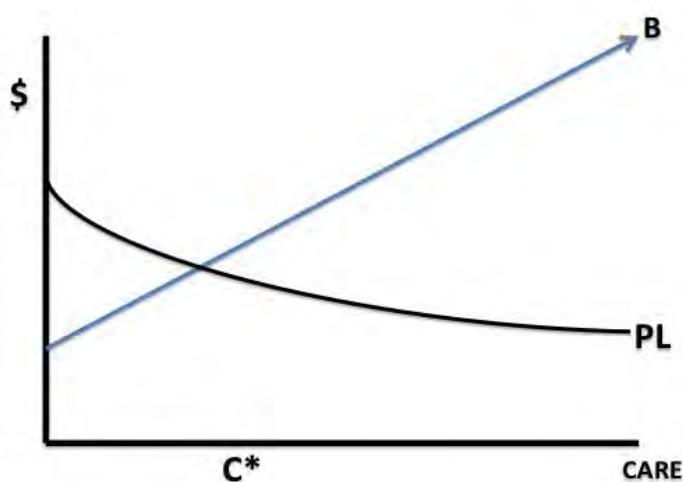
El caso *United States Et Al. v. Carroll Towing Co.*, 159 F.2d 169 se ubica en 1944 en el puerto de New York en donde una lancha, el *Anna C*, propiedad de la *Connors Marine Company*, se encontraba amarrado en un muelle con varias otras lanchas.

Un remolcador, alquilado por Grace Line y propiedad de Carroll Towing, fue enviado para mover una de las otras lanchas. En el proceso, el Anna C. se separó del muelle y quedó a la deriva. Asimismo, colisionó con un petrolero (cuya hélice abrió su costado) y comenzó a filtrar. Debido a que nadie estaba a bordo para notar la fuga, el Anna C. se hundió junto con su carga de harina. Debido a ello, el dueño del lanchón perjudicado demandó a quien contrato al remolcador argumentando negligencia al amarrar los lanchones.

El juez Hand establece en la sentencia que así la parte que debió implementar existen precauciones necesarias, crea que no debió realizarlas, ello no la excluye de responsabilidad por omisión. Por ello, para elaborar una óptima toma de precauciones se deben analizar la obligación del dueño de tomar precauciones contra los daños resultantes, en base a una función de tres variables. La primera, la probabilidad de que se genere la situación. La segunda, la gravedad del daño resultante en el caso. La tercera, la carga de las precauciones adecuadas. De esta manera, el juez Hand determina la negligencia en la medida de que los costos de mantener a un “lanchonero” a bordo de su lanchón resulta inferior a la probabilidad de que el barco se suelte multiplicada por la magnitud del daño, el cual sería verificable.

A partir de estos tres factores en *United States Et Al. v. Carroll Towing Co.*, 159 F.2d 169, el juez Hand establece una fórmula que permite delimitar la negligencia cuando el costo de la precaución (B) es menor a la probabilidad de ocasionar el daño (P), multiplicado por la probabilidad de que ocurra (L). Según lo expuesto, se desprende que existe responsabilidad por negligencia cuando $B < PL$, y se encuentra graficado de la siguiente manera (<https://cyber.harvard.edu/bridge/LawEconomics/neg-liab.htm>):

Gráfico N° 1: Learned Hand Rule



Ahora bien, como se observa, la fórmula se elabora en función de variables aritméticas, para lo cual la parte con probabilidad de generar el daño tiene que contar con la información necesaria para decidir las precauciones a tomar. Es por ello que necesita la utilización conjunta del concepto “*cheapest cost avoider*”, para determinar la diligencia al tomar las precauciones adecuadas al estar en mejor posición de obtener información acerca de los posibles daños (Ulen 2007:653), y con ello, prever la ocurrencia de este y librarse de responsabilidad.

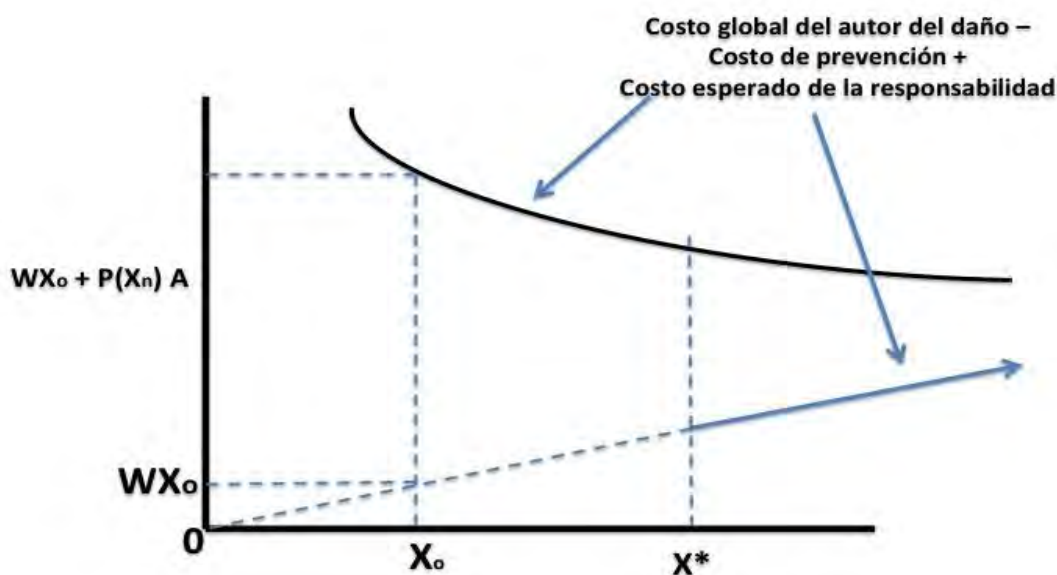
En este sentido, Calabressi manifiesta que “el actor escogido para soportar las pérdidas debe tener un mejor conocimiento de los riesgos comprendidos y de las maneras de evitarlos que los que hubiesen soportado las pérdidas alternativamente; debe estar en una mejor posición para usar ese conocimiento eficientemente con el fin de escoger la alternativa más barata” (1996:197).

Al respecto, la parte que lleva a cabo la actividad es responsable si se demuestra que no ha sido negligente, es decir, si no cumple con tomar las precauciones razonables y eficientes, en cumplimiento del estándar de diligencia. Todo ello como parte de la finalidad de la función preventiva, en el cual la parte que puede ocasionar el daño cuenta con la mayor información para tomar las precauciones

que conlleven un nivel óptimo de desenvolvimiento de la actividad.

Por consiguiente, para especificar un estándar de diligencia a cumplir y evitar incurrir en responsabilidad se necesita establecer un nivel de prevención y minimizar el costo de los accidentes (Monateri 2001: 115). El estándar de diligencia se ejemplifica como X^* en el cual el sujeto deberá combinar los costos que genere en su actuación u omisión. Por tanto, al invertir en prevención diligente y óptima no serán responsables cuando " x " sea mayor o igual a " x^* ", por el contrario, serán responsables si invierten de manera inferior a la óptima " $x < x^*$ ", como se muestra en el siguiente cuadro planeado por Monateri.

Gráfico N° 2: Estándar de diligencia



Fuente: (Monateri 2001: 116-117).

CAPITULO II: *COMMON LAW*: ESTÁNDARES DE INVERSIÓN FIDUCIARIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

2. Estándares de debida diligencia en el derecho comparado

El Reglamento de Sanciones no contiene una tipificación respecto a cuál es el nivel de diligencia que deben cumplir los administradores de fondos de pensiones, en el marco de su deber fiduciario. No obstante, el Título VI y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, tipifica las obligaciones que deben cumplir en base a mantener un monitoreo activo.

De esta manera, para que sea exigible los estándares de responsabilidad fiduciaria, en el marco del *due diligence*, que deben seguir los administradores de fondos de pensiones, se debe adaptar la doctrina comparada, especialmente de los Estados Unidos y Reino Unido, los cuales hacen referencia a los lineamientos de responsabilidad fiduciaria emanados del deber de prudencia y diligencia que deben cumplir los inversores de fondos de pensiones, al análisis de la responsabilidad civil de la doctrina nacional por incumplir su deber de actuar con debida diligencia.

La tradición del derecho civil cuenta con dos influencias legales: *civil law* y *common law*. El *civil law* cuenta con códigos legales amplios y constantemente actualizados. El juez en base a los hechos del caso, aplicará las disposiciones del código. Por otro lado, el *common law* se basa en gran medida en precedentes aplicados por el juez en la decisión de cada nuevo caso (The Robbins Collection 2010:1).

Según podemos observar, si bien tienen reglas jurídicas, procedimientos legales e instituciones jurídicas muy diferentes, ambos comparten el rol que juega la “ley escrita” como fuente de ley primaria en los sistemas legales. En este sentido, el *common law* al igual que el *civil law*, posee leyes y estatutos que son utilizados en aquellos casos en los que todavía no existe un precedente (Rabat 2015: 24).

Con respecto a la regulación de los mercados financieros y fondos de inversión, el

common law, a diferencia del *civil law*, regula exhaustivamente los temas de mercado de valores y deberes fiduciarios con el fin de proteger el mercado (Roe 2006: 466-467).

El manejo de los fondos de pensiones por parte de Estados Unidos y Reino Unido tiene un amplio conjunto de normas destinadas a controlar los conflictos de interés, incluyendo las operaciones prohibidas en las que puede caer de forma directa o indirecta. El enfoque de estas doctrinas sobre la gestión de conflictos en los fondos de pensiones, es en gran parte consecuencia de su estructura de gestión que permite relativamente un alto grado de control de los fondos (Stewart y Yermo 2008: 26).

2.1. Relación fiduciaria entre el administrador y el beneficiario

La responsabilidad fiduciaria nace en el *common law* tanto para Estados Unidos como para Reino Unido con la Ley del Fideicomiso y ocurre en la relación fiduciario-beneficiario (Richardson 2007: 149) en el cual específicos activos son constituidos y administrados por el “*trustee*” en interés del beneficiario (Schnase 2013: 1).

La relación jurídica del fideicomiso se centra en la transferencia que realiza el fideicomitente de sus bienes en fideicomiso al fiduciario, para constituir un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último, y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del fideicomitente o de un tercero denominado fideicomisario (Zegarra 2013: 68).

Los fideicomisos se utilizan ampliamente como medio de financiamiento corporativo, tanto en los planes de pensiones como en los fondos mutuos. Con respecto a los Administradores de Fondos de Pensiones, estos actúan como fiduciarios, por tanto sus deberes a cumplir se encuentran vinculados a los deberes fiduciarios, los cuales contienen la conducta que deben seguir y las obligaciones a cumplir. (Richardson 2007: 151)

En el desenvolvimiento de los fondos de pensiones el fideicomiso tiene lugar cuando el empleador “fideicomitente” otorga el fondo de pensión y sus ganancias a uno de los administradores de fondos de pensiones “trustee” o “fiduciario”, todo ello en beneficio de los empleados “fideicomisario” o beneficiario. Derivado de esta relación se le otorga al “trustee” o administrador de fondos de pensiones el título legal de los activos del fondo, poder sobre la inversión y gestión de los activos (Richardson 2007: 170).

Grafico N° 3: Estructura básica del acuerdo fiduciario



Fuente: (Richardson, 2007: 151)

Por otro lado, en la relación fiduciaria del administrador-beneficiario, los primeros delegan algunos aspectos de las decisiones de inversión a los gestores de fondos. El contrato entre el administrador y el gestor de fondo se rige mediante el *Investment Management Agreement*. De este modo, tanto los administradores de fondos como los gestores se encuentran bajo la obligación de mantener una inversión prudente (Richardson 2007: 173).

Los administradores de fondos de pensiones tienen el deber de investigar la prudencia de una inversión. Si los gestores de los fondos no revelan la información

relevante con respecto al fondo, la exigencia del cumplimiento del contrato genera que se confirme la seguridad de la prudencia de la inversión (Center for International Environmental Law 2016: 20-21).

De esta manera, al encontrarse el gestor encargado del manejo de los fondos, el administrador de fondos deberá salvaguardar al beneficiario de la mala administración o apropiación indebida que pueda ocurrir o detecte en el manejo de los fondos. Por ello, la Ley de Fideicomiso brinda un conjunto de obligaciones fiduciarias que prescriben el nivel de prudencia o diligencia del fideicomisario, y proscriben la apropiación indebida o el deber de lealtad (Schanzenbach 2007: 683).

2.2. Deberes fiduciarios de los administradores de fondos de pensiones

Los Administradores de Fondos de Pensiones, en su carácter de fiduciarios, deben ejercer el debido cuidado, diligencia y destreza al gestionar la cartera de inversiones. Estos estándares son la base de los deberes fiduciarios de lealtad y prudencia que deben cumplir (Richardson 2007: 150).

La violación al deber fiduciario se muestra de dos formas. La primera, se centra en el manejo de los activos del fideicomiso, por ejemplo, una deficiente toma de decisiones sobre las inversiones. La segunda, en base a la administración del fideicomiso, por ejemplo, favorecer a los beneficiarios de los ingresos (Lindley s/f: 13).

Para el siguiente trabajo de investigación nos centraremos en la primera forma de incumplimiento, el cual se encuentra vinculado al nivel de diligencia que deben cumplir las administradoras de fondos de pensiones debido a su carácter de entidad financiera regulada, y los estándares exigentes que deben cumplir.

2.2.1. Prudent Man Rule: Estados Unidos y Reino Unido

En Estados Unidos, los deberes fiduciarios a cumplir por los administradores de fondos tienen inicio en 1830 con el caso de la Corte Suprema de Massachusetts en

el caso *Harvard College v. Amory*, al establecer el “prudent-man rule” (Schanzenbach 2007: 684) o regla del hombre prudente. La Corte determinó lo siguiente:

“All that can be required of a trustee to invest is, that he shall conduct himself faithfully and exercise sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested.”

Por otro lado, en Reino Unido la Ley General aplicable a los administradores de fondos es *The Trustees Act of 1925* y la ley específica de la estructura del sistema de pensiones, la cual se encuentra en *The Pensions Security Act 1993* y *The Pension Act 1995* (Galer 2002: 51). Es importante destacar que esta facultad también está restringida por el *Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* o “*The Investment Regulations*”.

Al igual que en Estados Unidos, en Reino Unido la regla se enfoca en el ejercicio de los poderes y obligaciones de los administradores, por lo cual deberán ejercer el cuidado razonable y la prudencia, y diligencia que un hombre experto en temas de inversiones debe seguir en el ejercicio de sus funciones, y no en el resultado de la decisión de inversión.

Además, los requerimientos del deber de prudencia son establecidos por el Tribunal de Apelaciones en el caso *Cowan v Scargill* del año 1886, de la siguiente manera:

“The duty of a trustee is... to take such care as an ordinary prudent man would take if he were minded to make an investment for the benefit of other people for whom he felt morally bound to provide”.

Bajo ese razonamiento, el fiduciario debe actuar buscando el mejor interés en el presente y futuro de los beneficiarios de manera que deberá mantenerse imparcial en la toma de decisiones. El mejor interés de los beneficiarios refiere al mejor interés financiero, el cual se ha discutido en diferentes casos, pero el más

significativo es el de *Cowan v. Scargill*. Por tanto, el fiduciario debe tomar una decisión de inversión que brinde el mejor retorno para los beneficiarios, considere la relación del riesgo en la inversión y mantenga la perspectiva del rendimiento de la inversión (Clark 2011:12-13).

La regla de “The Prudent Man Rule” en Estados Unidos o “Prudent Person Rule” en Reino Unido se centra en el deber de un actuar prudente y diligente con respecto a la gestión del fondo de pensiones y sus activos. Asimismo, el deber de lealtad hacia los beneficiarios, y cómo el hombre prudente debe invierte los fondos, teniendo en cuenta el probable retorno y la probable seguridad de las inversiones individuales (Bruce 2002: 662-664).

Con el tiempo, el estándar del *Prudent Man Rule* fue considerado como conservador (Del Guercio 1996: 31) y no óptimo para el desarrollo de las inversiones debido a que las inversiones eran consideradas como especulativas e imprudentes, al aplicar una evaluación aislada de la prudencia en cada inversión en lugar de ver la cartera como un todo (Schanzenbach 2005:5).

Inclusive, se consideró que la regla del hombre prudente expone al fondo fiduciario a una inflación considerable al riesgo, la cual se encuentra correlacionada con el retorno y el riesgo no sistemático. Por ello, debido a las críticas realizadas al *Prudent Man Rule* se comenzó a realizar una reforma basada en la teoría de la cartera moderna (Langbein 1977:24).

En consecuencia, en Estados Unidos en 1992 se publicó *The Restatement (Third) of Trusts* y en 1994 *The Uniform Prudent Investor Act*. Cabe acotar que *The Uniform Prudent Investor Act* prescribe deberes que deben cumplir las personas o entidades dedicadas al manejo de la inversión y la administración del fideicomiso tipificados en el *North Carolina Uniform Trust Code*.

2.2.2. Prudent Investor Rule: ERISA

La reforma del “*prudent man rule*” se basa en la teoría de la cartera moderna.

Dicha teoría establece estándares fiduciarios delimitados por una inversión prudente dentro de la circunstancia de diversificación del portafolio, al requerir que cada inversión sea considerada en un contexto que analice el portafolio como un todo. Es así que nace el principio general basado en *“The Prudent Investor Rule”*.

La regla del *“Prudent Investor”* aplicable en el manejo de los fondos de pensiones, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido, se basa en el *common law* y es adaptada al entorno de pensiones, principalmente en el *US Employee Retirement Income Security Act of 1974 (“ERISA”)* y *UK Pensions Act 1995*, respectivamente.

Cabe acotar que *The Restatement (Third) of Trusts* y *The Uniform Prudent Investor Act* establecen principios para el actuar prudente de la persona dedicada a las inversiones, éstos no tienen el carácter mandatorio del *“Prudent Investor Rule”* que analiza ERISA. De esta manera, ERISA requiere no solo ver la cartera como un todo si no también que el beneficiario sea tolerante al riesgo y siga el propósito del fideicomiso.

Por otro lado, la regulación norteamericana está enfocada en capacitar a los administradores para operar los fondos de pensiones con prudencia, pero siguiendo un enfoque específico del régimen (Frazen 2010:25). Es así que la mayor parte de ahorros de jubilación de los trabajadores estadounidenses se encuentran en una Cuenta de Jubilación Individual (IRA), la cual es una herramienta de inversión utilizada para ganar y destinar fondos de ahorros de jubilación, así como también, planes de pensión de contribución definida, y planes de retiro en el que una determinada cantidad o porcentaje de dinero es reservado cada año por una empresa para el beneficio de cada uno de sus empleados.

ERISA, creada en 1974 se origina de la Ley de Fideicomiso y es la primera regulación del Sistema Privado de Pensiones en Estados Unidos. Esta norma contiene reglas para proteger a los afiliados, estándares de deberes fiduciarios para el administrador y su responsabilidad (Frazen 2010: 50). De modo que, plantea la diversificación del portafolio al requerir que cada inversión sea considerada en un contexto que analice el portafolio como un todo e incluya las

inversiones alternativas, y no solo la inversión de los fondos de pensiones en *private equity* (Bruce 2002: 686). Por otro lado, requiere que se minimicen los riesgos de grandes pérdidas dentro de un actuar prudente (29 U.S Code Fiduciary Duties Act)

Cabe acotar que se configura el incumplimiento de la obligación fiduciaria por no actuar conforme los deberes de imparcialidad, lealtad y prudencia que surge bajo ERISA, ya sea para los fondos de pensiones privados o no, debido a que el Congreso pretende que ERISA sea una codificación del *common law* sobre manejo de la administración de fondos de pensiones (Center For International Environmental Law 2016: 25).

Además, ERISA marca cuatro diferencias con la sentencia de *Harvard Collage v. Armory*. Primero, omite la especulación y la probable seguridad del capital. Segundo, pone importancia en las circunstancias existentes para así evitar a *posteriori* cualquier perjuicio en los objetivos de la compañía. Tercero, los estándares de prudencia para una persona dedicada a las inversiones de ERISA son obligatorios. Cuarto, en 1979 el *Department of Labor* emitió un Reglamento que se alejaba del “*Old Prudent Man Rule*” al interpretar lo establecido en ERISA sobre la prudencia requerida en el rol de una persona experta dedicada a las inversiones (Schanzenbach, y Sitkoff 2005: 8)

Con respecto a los estándares de prudencia, ERISA en el artículo 1104(a) establece que el fiduciario debe tomar decisiones con respecto al fondo en cumplimiento de lo siguiente:

“[...] with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of like character and with like aims”.

Como se ha mencionado, ERISA establece la responsabilidad legal del fideicomisario de actuar con el exclusivo propósito de generar beneficios a los

participes o beneficiarios, además, el deber de actuar con el cuidado, destreza y diligencia con el que un hombre prudente actuaría en una similar circunstancia. En ese sentido, el fiduciario asume la responsabilidad de cuidar las acciones del beneficiario y buscar el mejor interés, para lo cual deberá actuar de manera imparcial, en búsqueda de la protección de los interés del beneficiario, y evitando cualquier interés personal (Youngdahl 2015: 242).

Bajo el régimen de ERISA, el status de fiduciario es determinado según el desenvolvimiento de la entidad respecto al plan. Es así que un fiduciario es aquella persona que ejerce una autoridad discrecional en el manejo del plan de fondos de pensiones, ejerce autoridad o control sobre los activos del plan, tiene autoridad discrecional sobre la administración del plan, brinda asesoramiento sobre inversiones al plan, o participa en el plan por una tarifa. Por tal motivo, el fiduciario tiene la autoridad de controlar y manejar la operación del plan (Pancoast s/f: 1). Asimismo, el deber de actuar únicamente en interés de los beneficiarios; en caso contrario, al faltar a sus deberes será responsable por incumplimiento (Kutcher s/f: 14).

Los “trustees” o administradores de fondos de pensiones delegan algunos aspectos de las decisiones de inversión a los gestores de fondos mediante el *Investment Management Agreement*; por lo cual, tanto los administradores de fondos como los gestores se encuentran bajo la obligación de mantener una inversión prudente (Richardson 2007:173), debido a que bajo ERISA mantiene una obligación fiduciaria directa.

Si bien los derechos de pensiones se establecen en base a un contrato, este también se configura mediante otro mecanismo como el fiduciario. De esta manera, el administrador no puede exceder los límites de las reglas de inversión establecidas en las normas. Así lo mencionan Ali y Yano al manifestar que la Ley de Fidecomiso establece el principio basado en que el fiduciario no puede limitar la capacidad de inversión y con ello generar un acuerdo o adoptar una ley inflexible sobre inversiones que sea en el futuro determinante en la capacidad de inversión (2004: 140).

En la misma línea, el *DOL's Division of Fiduciary Interpretation* en respuesta a las consultas realizadas sobre la interpretación de ERISA manifiesta que los fiduciarios tienen la obligación de cumplir con sus deberes, para lo cual deberán implementar estrategias de inversión que tengan en cuenta las obligaciones de responsabilidad del plan, el riesgo asociado con los pasivos y el resultado en la reducción de la volatilidad en los requisitos del sistema de pensiones (Franzen 2010:53). Además, *The US Department of Labor*, que establece el cumplimiento de ERISA, especifica que la toma de decisión en las inversiones, en cumplimiento de los estándares de prudencia de ERISA, debe tener en cuenta el propósito de la inversión o el curso de la inversión dentro de una visión global del portafolio.

2.2.3. Prudent Investor Rule: Pension Act 1995

En Reino Unido, *The Pensions Act 1995* considera la idoneidad de la inversión, así como también, exige que los administradores de fondos de pensiones revelen el plan con la Política de Inversión. Por otro lado, delimita que los administradores de fondos y gestores de fondos deben cumplir con los estándares de la teoría de la cartera moderna y el nivel del riesgo del portafolio como un todo y no individual (Galer 2002: 51).

Los deberes emanados del *Pension Act 1995* se encuentran tipificados desde la sección 33 a la 36 y contienen los poderes y deberes que deben cumplir los administradores de fondos respecto al manejo de las inversiones. Primero, ejercer del deber de cuidado y destreza de experto en el ejercicio de sus funciones como inversionista. Segundo, tener en cuenta, en el proceso de inversión, la necesidad de diversificar el portafolio, la idoneidad del tipo de inversión para el régimen de pensiones, obtener asesoramiento adecuado sobre sus inversiones, y actuar de acuerdo a los principios de inversión. Tercero, preparar y mantener una declaración escrita de principios de inversión que identifique los tipos de inversiones que se van a realizar; el equilibrio entre los diversos tipos de inversión, abordar la naturaleza y el alcance del riesgo previsto en la cartera de inversiones, identificar el rendimiento esperado de las inversiones, y establecer

una política para asegurar el cumplimiento de las política de inversión. Cuarto, contar con un amplio poder de inversión sobre el valor del activo del régimen. Quinto, delegar funciones a un gestor de fondos que cuente con el conocimiento y experiencia para realizar la negociación de inversión (Galer 2002: 50-51).

El cumplimiento de los deberes fiduciarios, así como de la jurisprudencia pertinente, es establecido en un régimen de fideicomisarios con un amplio poder de inversión. Este se encuentra delimitado en la sección 34 de *The Pension Act 1995* (Law Commission 2014: 62). Adicionalmente, los poderes y obligaciones para los administradores de fondos de pensiones en Reino Unido se encuentran vinculados al ejercicio de sus funciones manteniendo el razonable cuidado, prudencia y diligencia de una persona dedicada a las inversiones (Galer 2002: 51).

De esta manera, los Administradores de Fondos de Pensiones en su carácter de fiduciarios deben cumplir su obligación de actuar con cuidado y destreza en el desenvolvimiento de sus funciones como inversionistas, en todo caso serán responsables según la sección 24(2) por cualquier acto en el manejo de las inversiones que implique no haber tomado una decisión razonable o diligente que asegure una correcta inversión y que contemple lo requerido por el *Investment Regulation* (Law Commission 2014:24).

Cabe acotar que *The Investment Regulation* establece que la inversión debe realizarse buscando el mejor interés de los beneficiarios en su toma de decisiones. Además, se establece del artículo 34(4) al 34(6) del Pension Act 1995 la prohibición de limitar la responsabilidad por incumplir el deber de cuidado y destreza de un experto en el ejercicio de sus funciones como inversionista.

2.2.4 Prudent Investor Rule: Estados Unidos y Reino Unido

Como se ha mencionado, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido se ha desarrollado el “*prudent investor rule*” específico para los Administradores de Fondos de Pensiones, así como otras normas complementarias. De este modo, el

Administrador de Fondos de Pensiones es comparado con el comportamiento de una persona experta en inversiones y no como una persona ordinaria.

Es así que en Estados Unidos, se incorporan los deberes y obligaciones que debe cumplir un fiduciario experto con respecto al fideicomiso o fondo en el estándar del *“prudent expert”*. De la misma manera, en Reino Unido se incorpora el estándar llamado *“ordinary man of business”* con la diferencia de que este último, en comparación al *“prudent expert”*, requiere que los fiduciarios desarrollen una declaración de los principios de la política de inversión que guíe las decisiones sobre las inversiones.

En Estados Unidos, los fiduciarios deben mantener altos estándares de conducta, en caso contrario, estos incurrirán en responsabilidad al incumplir lo siguiente (Dol Publication 2012:2).

- a. Actuar únicamente en interés de los beneficiarios, con el exclusivo propósito de generarles beneficios y un pago razonable del plan. (Deber de Lealtad)
- b. Actuar con el cuidado, destreza y diligencia de una persona prudente que se dedica a planes de pensión y jubilación. (Actuar como un *“Prudent Expert”*)
- c. Diversificar el plan de inversión para evitar considerables pérdidas.

Por otro lado, *The Department of Labor* manifiesta que pueden ser considerados los intereses de los administradores mientras que no generen un detrimento para los beneficiarios, es por este motivo, que se deberá tener en cuenta el principio moral en cualquier decisión que tomen en las Asambleas. Este principio moral parte de que el fiduciario debe actuar con el cuidado, destreza de experto, prudencia y diligencia de una persona prudente que cuenta con conocimientos del sistema pensiones, es decir, actuar como un *“prudent expert”* (Pancoast 2010:1). De esta manera, el fiduciario es responsable de una prudente selección del servicio provisto y de la supervisión continua de las inversiones, incluso, si estas fueran

delegadas a los *advisers*.

El actuar prudente de los Administradores de Fondos de Pensiones parte del “*prudent expert principle*” el cual significa que la decisión realizada por el administrador de fondos de pensiones es comparado con el comportamiento de una persona experta en inversiones “*prudent investor rule*” (Richardson 2007:150) en lugar de compararlo con una persona ordinaria “*prudent man*”. El experto en inversiones debe actuar con razonable cuidado y destreza. Además, es importante mencionar que el término “prudencia” es interpretado según los lineamientos de la economía financiera, es decir, el administrador deberá diversificar el portafolio y maximizar la rentabilidad ajustada al riesgo.

El deber de cuidado, del cual emana el actuar prudente en la toma de decisiones, se manifiesta en la búsqueda del administrador de fondos de pensiones del mayor interés para los beneficiarios, y se refleja cuando el inversor, utilizando su experiencia en la gestión de fondos, busca maximizar el desempeño financiero del fondo de acuerdo con las disposiciones del fondo (Sanders 2014: 572).

El deber de prudencia, implica que el fiduciario debe ser cuidadoso y minucioso en la toma de decisiones de inversión. Esta es una de las responsabilidades centrales a cumplir por los fiduciarios, por tanto, el mantener un actuar prudente implica desarrollar la suficiente investigación y diligencia que permita que el fiduciario haga una evaluación y decisión informada (Pancoast 2012: 2).

De esta manera, los Administradores de Fondos de Pensiones deben invertir y administrar los activos del fondo como lo haría un inversor experto y prudente. Como se mencionó, esto incluye el deber de diversificar las inversiones solo en caso sea aconsejable, investigar cuidadosamente las oportunidades, obtener la información relevante y necesaria antes de tomar una decisión, y tener motivos razonables para tomar cualquier decisión (Sanders 2014: 569).

El actuar prudente de un experto en inversiones en el desempeño de sus funciones implica que debe tener conocimiento y experiencia en todos los aspectos de la

administración del plan o confiar en expertos externos (Pancoast 2010:3). Es importante que en el cumplimiento de la Administración de Fondos de Pensiones, los administradores internos o representantes en las Asambleas cumplan con las calificaciones requeridas de administración financiera y experiencia, ya que ellos pueden oponerse o mostrarse de acuerdo a las decisiones propuestas por los gestores de los fondos. Cabe acotar que tanto el Administrador de Fondos de Pensiones como el Gestor de Fondos deben mantener un actuar prudente de un experto en inversiones, es decir, tomar una decisión con cuidado, destreza y debida diligencia (Coggburn y Reddick 2007:1002).

2.3 Manejo del riesgo por los administradores

La regla del inversor prudente es la consecuencia de la teoría de la cartera moderna, la cual enfatiza la aversión al riesgo y la preservación del capital de los beneficiarios. Es decir, los fiduciarios cuentan con la obligación de adoptar una estrategia de inversión que incorpore objetivos sólidos de riesgo y rendimiento en toda la cartera fiduciaria (Richardson 2007: 153-154).

La estructura de la administración de fondos de pensiones incentiva claramente la asunción de riesgos por parte de los fiduciarios de los fondos de pensiones. Por ello, el fiduciario debe contar con una estrategia de inversión diseñada razonablemente para lograr los objetivos, para lo cual deberá tener en cuenta el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia asociada con la inversión (Jones y Ziga, s/f: 8).

The Restatement (Third) of Trusts manifiesta que la gestión del riesgo por parte del fiduciario requiere que preste atención por el fideicomiso y mantenga una tolerancia a la volatilidad. Es decir, el inversionista prudente debe implementar una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y retorno razonablemente adecuados para el fideicomiso, así como también, alinear el riesgo de mercado con la tolerancia al riesgo de los beneficiarios y gestionar el riesgo de forma continua.

Incluso, el Tribunal Superior estableció en *Nestle v. National Westminster Bank* que los fiduciarios son responsables de seguir los estándares de la teoría de la cartera moderna, la cual enfatiza el nivel de riesgo de toda la cartera en lugar del riesgo de cada inversión tomada por separado (Richardson 2007: 154).

Según podemos observar, la regla del inversionista prudente según el *Restatement (Third) of Trusts (1992)* y *Uniform Prudent Investor Act* requiere que el fiduciario maneje la cartera con una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el fideicomiso. De este modo, el fiduciario es responsable de implementar mecanismos de *compliance* en base al *Prudent Investor Rule*.

Asimismo, el fiduciario tiene el deber continuo de monitorear las inversiones y hacer ajustes a la cartera cuando lo considere. De acuerdo con esta regla, un fiduciario debe minimizar el riesgo y alinear el riesgo de mercado, mantener una tolerancia al riesgo de los beneficiarios, y gestionar la exposición al riesgo de mercado de manera continua (Schanzenbach, y Sitkoff 2017:136).

De esta manera, al ser la administración de fondos de pensiones una actividad que envuelve riesgos e incertidumbre, el comportamiento de los fiduciarios no puede ser dictado sin analizar las consecuencias o monitoreo permanente (Cooter y Freeman: 1991: 1047). En ese sentido, el administrador debe obtener y procesar toda información relevante para así tomar una decisión, debido a que si incumple el procedimiento incurriría en un actuar negligente (Cooter y Freeman 1991: 1056).

Por tanto, la regla del “*prudent investor rule*” no exige a los Administradores de Fondos De Pensiones evitar el riesgo sino realizar una gestión prudente del riesgo. El cumplimiento de la norma es una responsabilidad continua, para la cual el administrador deberá investigar cuidadosamente las oportunidades, obtener la información relevante y necesaria antes de tomar una decisión, en el marco del cumplimiento de su debida diligente.

2.4. Responsabilidad civil de los administradores de fondos de pensiones

2.4.1. *Due diligence* de los administradores: Incumplimiento del Deber Fiduciario

Ahora bien, el elemento clave de la regla del *due diligence* implica la gestión de inversión y la regla del inversor prudente orientada al comportamiento en lugar del resultado. De esta manera, los fiduciarios son responsables no por si su decisión sobre la inversión fue exitosa sino por si se cumplió con el proceso razonable o diligente para llegar a dicha decisión.

Esencialmente, el *due diligence* ayuda al inversor a decidir si es conveniente invertir o no (Afonoglu 2010: 3). Por lo cual, deberá asegurarse de cumplir con lo establecido en las Políticas de Inversión, debido a que ésta contiene el procedimiento de monitoreo de los fondos (Pancoast 2010: 7). Es así, que el *due diligence* implica realizar el procedimiento que determine las ganancias y riesgos del análisis financiero y no financiero, de las inversiones en el valor público, la compañía o las acciones.

Cabe acotar que en Estados Unidos, The US Department of Labor, la cual administra a ERISA, ha establecido que la inversión de los Fondos por parte de los administradores de fondos debe ejercerse siguiendo el estándar de debida diligencia apropiada, a pesar de cualquier curso que pueda llevar la inversión, por lo cual los fiduciarios son los únicos responsables de las decisiones de inversión adoptadas de acuerdo con el específico patrón de inversión (Federal Register 2016: 20946).

De este modo, cada miembro representante en las Asambleas deberá asegurar que la toma de decisión realizada sobre las inversiones de los fondos de pensiones sea beneficiosa para los beneficiarios y cumpla con los estándares de debida diligencia. Es decir, que actúe con el cuidado, destreza, prudencia y diligencia de una persona prudente que tiene un experto en el sistema de inversiones de pensiones.

En caso no cumplir con el “*prudent investor rule*” se configura la responsabilidad por incumplimiento del deber fiduciario frente a los beneficiarios por el daño o pérdida resultante, por cualquier pérdida ocasionada por actos u omisiones por parte de los representantes de las administradoras de fondos que, en el ejercicio de sus funciones, pudieron haber impedido las pérdidas ocasionadas al no haber ejercido la buena fe, y por no actuar con el cuidado, destreza, y diligencia de una persona prudente experta en inversiones en circunstancias similares.

Por tanto, el cumplimiento de debida diligencia por parte de los administradores de fondos de pensiones se verifica en que la selección de inversión se realice con el debido cuidado, destreza y diligencia de una persona prudente que tiene conocimientos del sistema pensiones, y no si la inversión tiene éxito o fracasa.

2.4.2. Incumplimiento del Deber Fiduciario: *Tort of Negligence*

El cumplimiento del “*prudent investor rule*” es una responsabilidad continua, para la cual el administrador de fondos de pensiones deberá investigar cuidadosamente las oportunidades, obtener la información relevante y necesaria antes de tomar una decisión, en el marco del cumplimiento de su deber fiduciario. De esta manera, el Administrador de Fondos de Pensiones que incumple con las obligaciones emanadas de su deber fiduciario será responsable (Burger y Mullen 2005:5).

Al respecto, la Corte Suprema en Massachusetts en *Mutual Life Insurance Co. v. Russell* reconoció la responsabilidad fiduciaria por la violación de las disposiciones civiles emanadas de ERISA (Kutcher 2005: 17). De este modo, para que se configure el incumplimiento del deber fiduciario se deberá evidenciar i) la existencia de la relación fiduciaria, ii) incumplimiento del deber fiduciario, y iii) daño o perjuicio causado por el incumplimiento (Lindley s/f: 3).

Primero, la relación fiduciaria, como se ha expresado anteriormente, emanada de la ley del Fideicomiso, ocurre en la relación fiduciario-beneficiario en el cual, específicos activos son constituidos y administrados por los administradores de

fondos de pensiones, los cuales gozan del título legal de los activos del fondo, poder sobre la inversión y la gestión de dichos activos (Richardson 2007: 170).

Segundo, el incumplimiento del deber fiduciario se configura cuando no se cumple con uno de los deberes fiduciarios, es decir, cuando el administrador deja de actuar con buena fe, destreza, prudencia y diligencia requerida, emanados del “*prudent investor rule*” (Jones y Ziga s/f:16). Asimismo, cuando actúa teniendo conocimiento del perjuicio que ocasionaría en su actuar o por falta de debida diligencia (Toomer V. Branch Banking & Trust; Lindley 2005: 07).

En la misma línea, *White v. Consor Planning Inc* menciona que el incumplimiento del deber fiduciario se manifiesta cuando el administrador de fondos de pensiones no actúa con buena fe y sin tener consideración de los intereses del beneficiario. De esta manera, el incumplimiento se analiza desde el momento en el que el administrador tuvo conocimiento o por medio de la práctica de su debida diligencia debió conocer los hechos (Toomer v. Branch Banking & Trust; Lindley. 2005: 07).

La obligación de cumplir de los administradores en base a la debida diligencia implica, como se ha demostrado en distintos casos civiles, actuar más allá de realizar una verificación y comprender las razones subyacentes a esta, realizar un seguimiento, contratar a expertos externos con la capacidad de ser expertos en su área, asegurar el control interno, monitorear las operaciones de derivados y las inversiones financieras estructuradas, reunirse con el Gerente de la Gestión de Riesgo e Inversiones, revisar los estados financieros para evaluar si reflejan los rendimientos esperados de la estrategia de inversión y las mejores prácticas, preguntar sobre la existencia de “*side pockets*” y “*side letters*”, las restricciones sobre la liquidación de activos, el derecho de voto en relación con la capacidad del fondo para reestructurar si es necesario (Mangiero y Poe 2012: 26), asistir a las Asambleas con los partícipes del fondo y el gestor del fondo, y preguntar o cuestionar cualquier decisión sobre la inversión del fondo que no cumpla con el LP (Clark 2011:17). Asimismo, en caso el administrador de fondos observe que se está realizando un erróneo manejo del fondo por parte del gestor, este deberá retirar

sus inversiones (Galer 2002: 60), así como también, notificar al ente supervisor de los hechos.

Lo señalado en párrafos anteriores se centra la obligación de monitorear e investigar las inversiones. En ese sentido, el monitoreo abarca la supervisión, es decir, la responsabilidad continua del administrador de fondos de pensiones de supervisar la idoneidad de las inversiones ya realizadas, así como las decisiones respecto a las nuevas inversiones. Asimismo, proteger las inversiones a través del *proxy voting*, participar en diálogos y otras estrategias (Richardson 2007: 165).

La obligación de investigar se basa en la responsabilidad de examinar la información que pueda tener una importancia sobre el valor o la seguridad de una inversión (Uniform Trust Act 1988: 1-2). Es decir, implica juzgar la calidad y la integridad de la información inicial obtenida y a partir de ello decidir si es necesario realizar más verificaciones o investigaciones (Charity Commission For England and Wales 2016: 3).

Asimismo, como a reconocido The Department of Labor, el fiduciario de fondos de pensiones incumple su obligación al no seleccionar de manera prudente a los gestores de fondos, o incluso, evalúan continuamente su desempeño. De este modo, si los administradores de fondos de pensiones encuentran que los gestores de fondos no consideran prudentemente el riesgo de las inversiones los fiduciarios serán responsables por no haber realizado una supervisión adecuada.

Tercero, el daño o perjuicio causado por el incumplimiento al infringir el deber de lealtad referido a buscar el mejor interés para el beneficiario (Langbein 2005: 990), el administrador de fondos de pensiones genera un daño, al no haber actuado con debida diligencia en la toma de decisión. Estas acciones generan pérdida, y por ende el fondo tendrá una menor rentabilidad. El administrador de Fondos de Pensiones causa un daño al beneficiario al actuar de manera imparcial y no en búsqueda de la protección de los interés del beneficiario, y evitando cualquier interés personal (Hawley, Jhonson y Waitzer 2011: 10).

De este modo, la falta de debida diligencia implica una toma de decisión de inversión negligente que implica un fallo en el ejercicio del deber de cuidado y la destreza de una persona prudente. En caso el fiduciario infrinja alguna obligación fiduciaria, será responsable por daños y perjuicios (Richardson 2007: 159).

Las sentencias *Brown v. Roth* 133 N.C. App. 52 (1999) y *Brokers* § 53, at 160 (1980) han establecido la responsabilidad del Administrador de Fondos de Pensiones y el deber de cumplir con el cuidado, destreza y diligencia de una persona experta en inversiones, en caso contrario será responsable por las pérdidas ocasionadas al beneficiario al haber mantenido un comportamiento negligente en el ejercicio de sus funciones (Claim Arising a Breach of a Fiduciary Duty s/f: 4).

Dicho actuar negligente se ejemplifica en el nivel de eficiencia en el esfuerzo realizado en la gestión y la implicancia del deber de cuidado (Cooter y Freeman 1991: 1048). El acto de *non-compliance* es indicador de un proceder negligente por parte del administrador, por tanto deberá cumplir con un “*ongoing duty to monitor investments and to make portfolio adjustments if and as appropriate*” (Restatement [Third], § 90).

Caso contrario se configura el incumplimiento del deber de diligencia ya que pese a que el Administrador de Fondos de Pensiones tuvo conocimiento de los hechos, o mediante la ejecución del *due diligence* pudo haber tenido conocimiento de ellos, no reequilibró la cartera para lograr un óptimo desempeño. (Toomer v. Branch Banking & Trust; Lindley. 2005: 05).

Como se ha mencionado, los administradores deben cumplir con el debido cuidado, destreza de un experto y diligencia en la toma de decisiones en su actuar como administrador de los fondos de pensiones, de lo contrario, incurrirá en responsabilidad civil. Para ello, deberá realizar una investigación diligente de todos los hechos relevantes en la toma de decisión (Center for International Environmental Law 2016: 26).

En ese sentido, si el administrador incumple con las obligaciones emanadas de su deber fiduciario será responsable civilmente por culpa (Burger y Mullen 2005: 5). De esta manera, el administrador de fondos de pensiones, infringe la *lex artis* al no cumplir con el deber de cuidado, lealtad y diligencia al buscar el mejor interés de los beneficiarios en la toma de decisiones, y con ello generar una pérdida en los activos del fondo.

Como se ha establecido, la responsabilidad por no cumplir con el *due diligence*, se configura cuando se incumple un deber fiduciario como el deber de cuidado, y el incumplimiento es la causa real y próxima que provocó la lesión (Lindley s/f: 6-7). Sin embargo, los casos de negligencia son más amplios que los deberes del *common law*, por ello un acto de negligencia puede existir en ausencia del incumplimiento del deber fiduciario.



CAPITULO III: RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA EN LOS FONDOS DE PENSIONES

3. Primera aproximación al manejo de los fondos de pensiones

3.1. Estructura del Sistema Privado de Pensiones

El Sistema Privado de Pensiones, conocido como Sistema de Capitalización Individual, fue creado en noviembre de 1992 mediante Decreto Ley N° 25897, y tiene como objetivo contribuir al desarrollo y fortalecimiento del sistema de previsión social en el área de pensiones. Asimismo, las AFP otorgan a los afiliados las prestaciones de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio.

De esta manera, la Ley del Sistema Privado de Pensiones, conjuntamente con el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N° 054-97-EF) y Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N° 004-98-E), establecen que es administrado por el sector privado a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y la función de supervisión está a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Por otro lado, en lo que respecta al establecimiento de los límites operativos de inversión se encuentra a cargo del Banco Central de Reserva del Perú.

Con respecto a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, la supervisión se realiza al proceso de funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones (SPP) que va desde la afiliación, la intermediación del empleador, actividades de recaudación, inversiones y pago de beneficios, así como la operatividad de las compañías de seguros en sus dos perspectivas (Flores 2014: 85).

En todo sistema previsional existen agentes y principales. En el caso del principal, es decir, el afiliado, transfiere al agente, es decir las AFP, su dinero para que este maximice su rentabilidad y minimice sus costos. Cabe acotar que según datos

presentados por la SBS, a diciembre de 2015 el SPP cuenta con 5.963,069 millones de afiliados. Además, los fondos que administra ascienden a S/. 123, 006 millones, por ende, es el mayor sistema previsional del país.

Son beneficiarios de este régimen, los trabajadores sujetos al régimen laboral de la actividad privada y los funcionarios, y servidores públicos sujetos al régimen laboral de la actividad pública que decidan afiliarse al iniciar su vida laboral o transferirse desde el Sistema Nacional de Pensiones.

El funcionamiento de este sistema se basa en la inversión en un activo de las cotizaciones que aporta cada individuo, el mismo que genera una rentabilidad; y llegada la edad de jubilación, los trabajadores recibirán una pensión que se pagará tomando como base las cotizaciones que realizaron y la rentabilidad que han generado. Es decir, la pensión se financia con los aportes que se hayan realizado a favor de su Cuenta Individual de Capitalización durante su etapa laboral activa, más los intereses capitalizados a su favor durante todo este periodo (Mendiola 2013: 164).

El capital acumulado en la Cuenta Individual de Capitalización del afiliado se construye con los aportes periódicos del afiliado y la rentabilidad generada por las inversiones por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (Flores 2014: 61). Además, con el fin de maximizar la rentabilidad, la AFP puede utilizar diversas herramientas (Mendiola 2013: 17).

Gráfico N° 4: La dinámica del funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones



Fuente: (VI Programa de asesoría a docentes PAD 2012: 10)

En el proceso de gestión de inversión realizado por las Administradoras de Fondos de Pensiones se puede presentar una buena o mala gestión del fondo. Una mala gestión del fondo implica que se genere un costo reputacional el cual acarrea la posibilidad de que los administrados migren a otras AFP. Por otro lado, una buena gestión del administrador, implica un actuar diligente, es así que el administrador para evitar la mala gestión de los fondos de pensiones deberá cumplir con tener un eficiente comportamiento, además de implementar el uso de mecanismos de mitigación y desincentivación de los posibles problemas a presentarse.

El objetivo de la gestión de inversión es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo de cada portafolio, ampliar la flexibilidad en las inversiones, multifondos, políticas de inversiones y *benchmarking and performance attribution analysis*. Con respecto a las políticas de inversión, esta se refiere a las mejores prácticas de las siguientes actividades: i) definir los objetivos de cada Fondo (portafolio), ii)

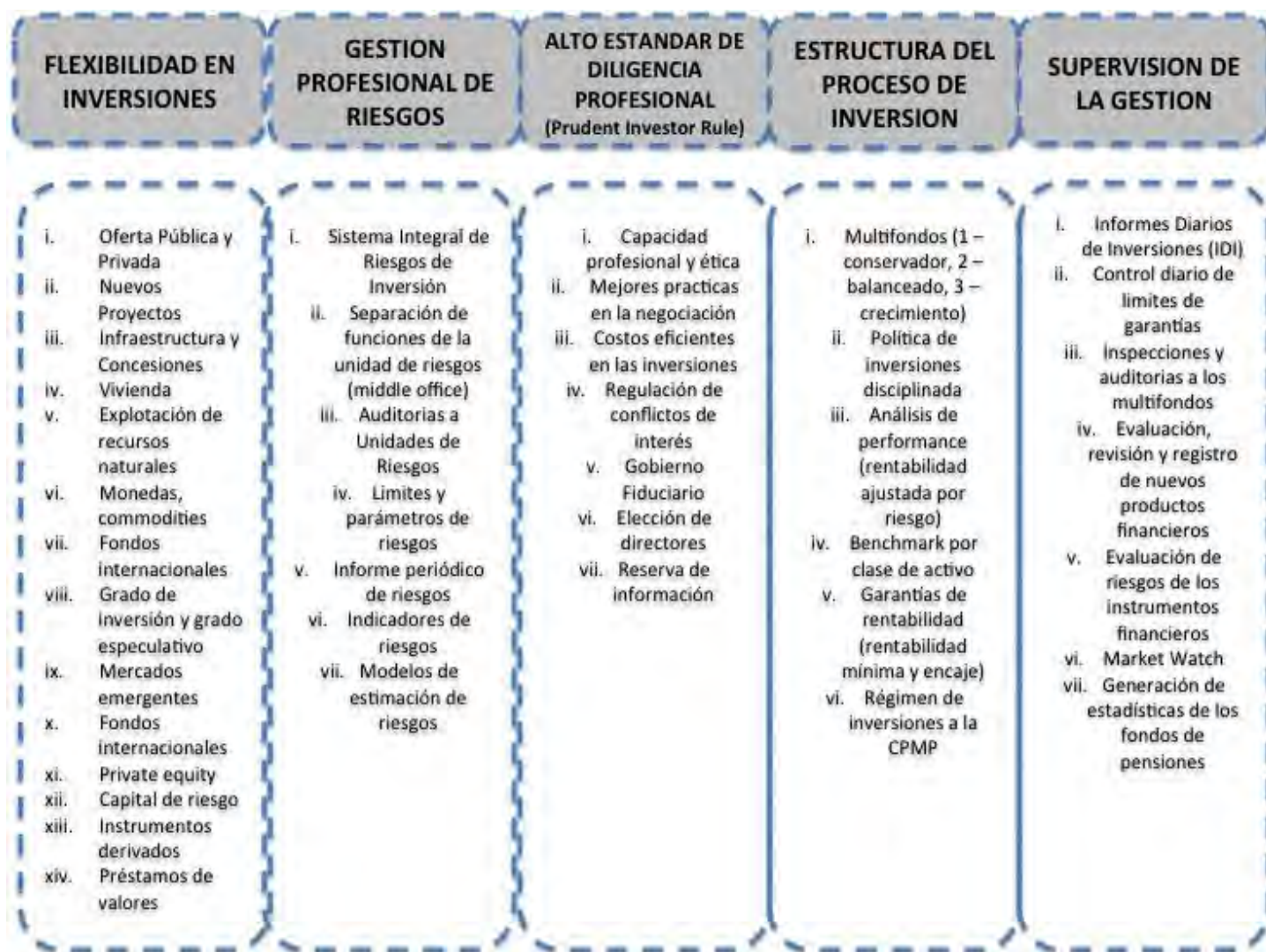
asignación de activos estratégicos de largo plazo de cada Fondo, iii) asignación de activos táctica de cada fondo, iv) selección de instrumentos de inversión (política de inversión para cada tipo de instrumento) y v) monitoreo y rebalanceo de los portafolios de cada fondo (Escudero 2006: 2).

En ese sentido, para minimizar el riesgo moral al alinear los intereses del administrador con el de los afiliados, los Administradores de Fondos de Pensiones deberán realizar una eficiente gestión en el proceso de inversión e implementar las mejores políticas de inversión y riesgos aplicadas sobre los fondos de pensiones de los afiliados; así como también, las mejores prácticas aplicadas en el Sistema Privado de Pensiones. Dichas mejores prácticas incluyen el uso de códigos de ética, la capacidad profesional, el adecuado manejo de conflictos de interés, el monitoreo de las transacciones “*market watch*”, el establecimiento de prácticas prohibidas en la negociación, la eficiencia en el costo de las inversiones, las mejores prácticas de negociación, entre otros (Escudero 2009: 143).

El modelo peruano promueve una mayor diferenciación de las carteras de inversión de fondos de pensiones y crea mayor rentabilidad ajustada por riesgo. De esta manera, se permite la negociación de instrumentos derivados para lograr una mayor eficiencia de la volatilidad de las inversiones y riesgos asociados a las alternativas de inversión. Incluso, con el fin de acceder a todas las posibilidades de inversión se encuentra autorizada la utilización de mercados de oferta pública y oferta privada de todo tipo de instrumentos, tanto en mercados primarios como secundarios (Escudero 2009:143).

Por otro lado, los Fondos pueden invertirse en activos tradicionales como acciones, bonos y fondos mutuos en diferentes mercados, y activos no tradicionales como acciones y bonos de proyectos nuevos “*project finance*”, fondos de inversión alternativos (fondos de *private equity*, *hedge funds*, fondos de *commodities*, fondos inmobiliarios, entre otros), titulizaciones de activos inmobiliarios “*mortgage & asset backed securities*” y de otros activos; instrumentos estructurados (notas de capital protegido más derivados sobre diversos subyacentes) y otros (Escudero 2009: 13).

Gráfico N° 5: Aspectos referentes al modelo peruano.



Fuente: (Escudero 2009: 140)

3.2. Inversiones en los Fondos de Pensiones

Con respecto a los fondos de inversión, en el Perú, estos deben cumplir con las disposiciones contenidas en la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada mediante Decreto Legislativo N° 862 y su Reglamento, aprobado mediante Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01 y modificatorias. Esencialmente, el Reglamento indica que los fondos de inversión pueden captar recursos colocando sus certificados de participación mediante oferta pública o privada. Cabe resaltar que los fondos de oferta privada, si bien están sujetos a la Ley y al Reglamento, no se encuentran bajo la supervisión de la Superintendencia

del Mercado de Valores.

Por otro lado, los fondos de inversión constituyen una alternativa de inversión para ciertos inversionistas institucionales. Esta función cobra mayor importancia debido a la escasa oferta de alternativas de inversión que ofrece el mercado doméstico para los inversionistas institucionales. Asimismo, el patrimonio autónomo de capital cerrado con recursos provenientes de los partícipes o inversionistas institucionales se encuentra dividido en un número de cuotas fijas que se representan en certificados de participación (Zapata De La Piedra 2015: 268).

El patrimonio que emiten los partícipes es administrado por la sociedad gestora, a la cual se le atribuye el dominio sin ser propietaria del fondo, y se materializa en activos financieros que se encuentran custodiados por las entidades depositarias, que tienen por objeto exclusivo la adquisición, autotutela, control y vigilancia con respecto a la sociedad gestora con el fin de garantizar la transparencia y seguridad de los partícipes (López, 1999: 24-25).

Es preciso mencionar que las AFP al administrar recursos del público, se encuentran sujetas a límites y restricciones para la inversión de la cartera que administran, los cuales son establecidos por los respectivos organismos reguladores. Por tanto, la mayor parte de la cartera de inversión de los inversionistas institucionales está destinados a valores emitidos por oferta pública y, por consiguiente, inscritos y sujetos a la supervisión del ente (Cárdenas 2002: 175).

Los partícipes requieren un alto grado de especialización en el plan profesional dedicada a obtener la información necesaria en el mercado con el fin de diversificar los riesgos y, efectuar una buena inversión (Cárdenas. 2002: 172). En este sentido, deberán destinar parte de la cartera de activos que administran a Fondos de Inversión con el propósito de obtener una mayor diversificación de sus riesgos y una mayor rentabilidad (Zapata De La Piedra 2015: 277).

Cabe señalar que las administradoras de fondos de pensiones son responsable ante los partícipes de todos los perjuicios que les ocasionen por el incumplimiento de sus obligaciones. Por tanto, debe contar con un equipo altamente calificado con conocimiento de mercado de capitales y financieros (Korobov, Weish y Bryniczka 2015: 18).

En una inversión de largo plazo existen varias etapas de desarrollo, una de ellas es la captación de recursos proveniente de los partícipes. La captación del patrimonio, constituido para la inversión, debe examinar las oportunidades de inversión y realizar un riguroso análisis de las potenciales compañías objetivo. Para ello, deberá examinar el historial financiero y operacional del *target*, es decir, la empresa que el Fondo desea adquirir en su totalidad o en un porcentaje que sirva a sus intereses, asimismo, sus proyecciones y sus flujos de dinero, asegurando con ello que la compañía pueda obtener financiamientos futuros (Zapata De La Piedra 2015: 268-271).

Luego de ello, se procede a realizar el *due diligence* respectivo y a seleccionar las inversiones, finalmente se invierte el capital comprometido por los inversionistas. El cual consiste en un análisis exhaustivo, no solo de la información de *target*, sino también del sector del mercado en el que se desarrolla, y su modelo de negocio.

De este modo, el realizar un *due diligence* óptimo le permite al gestor de fondos analizar la viabilidad de la compra mediante la identificación de oportunidades y riesgos vinculados al negocio, los pasivos y contingencias que implicarían un ajuste al precio de compra o mayores garantías y otorga una mayor tranquilidad y seguridad para el comprador (Zapata De La Piedra 2015: 272).

Por otro lado, en el proceso de inversión de los fondos de pensiones se ha establecido una estructura organizacional con responsabilidades y atribuciones en la administración del riesgo. Para ello, con el fin de agilizar el proceso de inversión de los fondos de pensiones, es necesario contar con mayor transparencia de información sobre la gestión de inversiones y de riesgos. Por lo cual, es necesario cumplir con el proceso de toma de decisión de inversión, las alternativas de

inversión, el esquema de rentabilidad mínima y límites, y la gestión de inversiones de riesgos. (Schydrowsky 2014: 2).

Para el presente trabajo, con respecto al adecuado monitoreo interno que deben cumplir las AFP, de acuerdo al cumplimiento del *due diligence* en su carácter de fiduciario, es necesario el cumplimiento de la gestión de inversiones de riesgos, la cual se encuentra tipificada en la Resolución SBS Nro. 272-2017 del 18 de enero de 2017, sobre el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones.

Este Reglamento establece que la Gerencia Integral de Riesgos, es un proceso efectuado por el directorio, la gerencia y el personal aplicado a toda la empresa y en la definición de su estrategia, diseñada para identificar potenciales eventos que puedan afectarla, gestionarlos de acuerdo a su apetito por el riesgo y proveer una seguridad razonable, para lo cual deberá adoptar las medidas necesarias de acuerdo a su actividad. En la misma línea, la gestión integral de riesgos requiere que las AFP cuenten con una unidad centralizada o con unidades especializadas en la gestión de riesgos de acuerdo a la naturaleza de la actividad. De esta manera, la norma regula las funciones de la unidad de Riesgos.

Por otro lado, la Gestión de Riesgos de Inversión, busca las mejores prácticas en la estructura de gestión de los Fondos de Pensiones y la reducción de los conflictos de interés para lo cual las AFP deben identificar, medir, analizar, monitorear, controlar, informar y revelar los riesgos de inversión que puedan estar expuestas las Carteras Administradas.

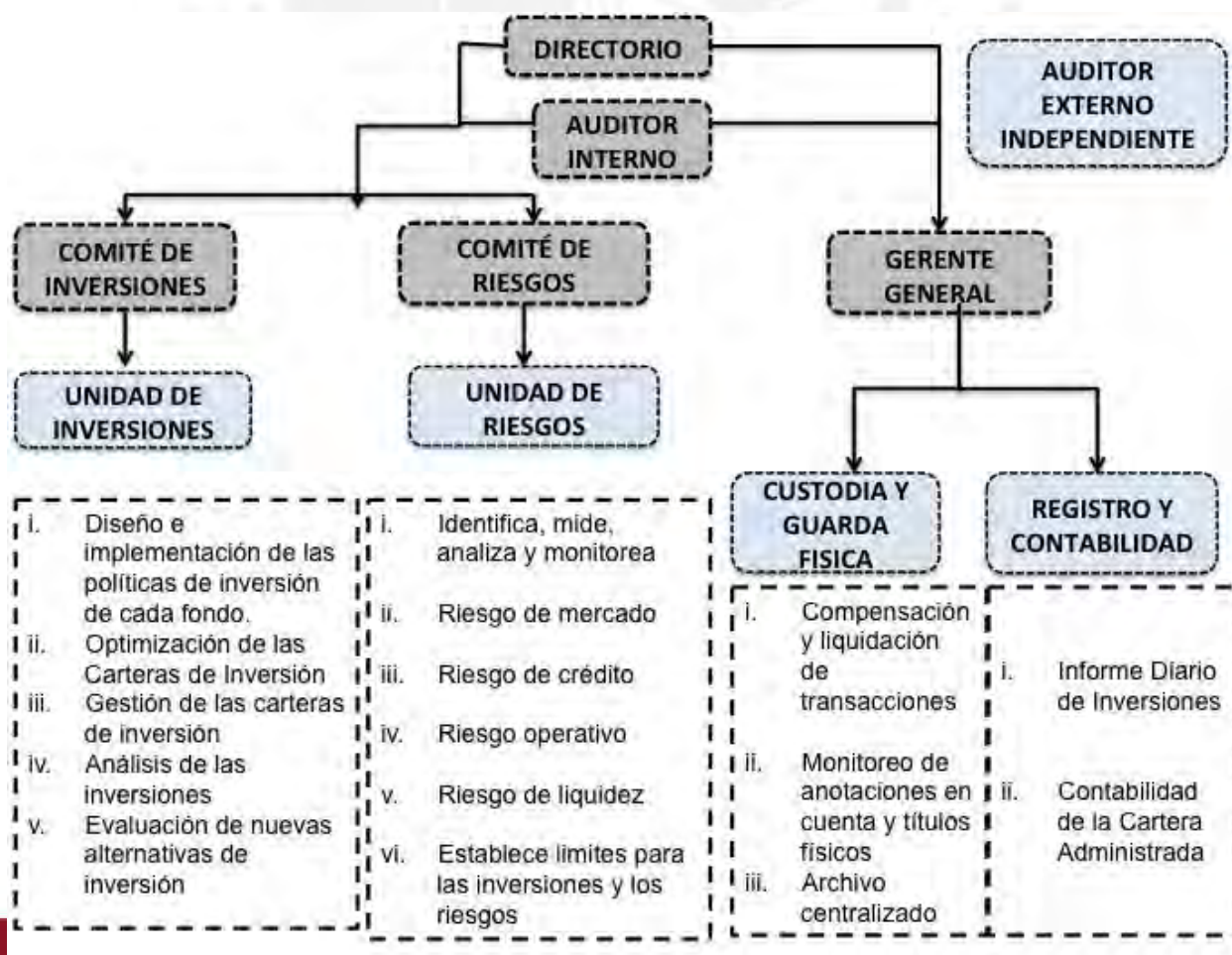
En ese sentido, el objetivo de la gestión de riesgos de los fondos administrados es administrar prudentemente los recursos de los afiliados, con el fin de obtener un rendimiento ajustado al riesgo de acuerdo al perfil objetivo de cada cartera administrada. Estos objetivos específicos son los siguientes:

- a. “Contribuir en la construcción del portafolio con la finalidad de buscar un adecuado equilibrio en términos de riesgo y retorno, a través del establecimiento de restricciones cualitativas y cuantitativas de los

riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, tanto de manera absoluta como relativa a los Índices de Referencia.

- b. Apoyar en la generación de valor para el afiliado buscando un eficiente capital allocation, mediante la supervisión de la gestión de inversiones con indicadores de rendimiento ajustados por riesgo, en términos absolutos y relativos a los Índices de Referencia.
- c. Velar por el cumplimiento de las obligaciones fiduciarias con los afiliados mediante la consistencia del perfil riesgo/retorno de cada uno de los fondos, de acuerdo con los criterios establecidos en la Política de Inversiones y asegurando una adecuada valoración de las carteras administradas.
- d. Minimizar el impacto negativo de incumplimientos de pago de emisores e instrumentos, una vez que éstos se hayan producido.
- e. Asegurar el cumplimiento de las normas legales vigentes en el proceso de administración de fondos” (Profuturo AFP 2011: 37).

Gráfico N°6: Estructura de la Gestión del Fondo de Pensiones



Fuente: (Escudero 2006: 10)

3.3 Gobierno fiduciario en los fondos de pensiones

El Gobierno Fiduciario implica el cumplimiento de los más altos estándares profesionales en la gestión de las inversiones y riesgo aplicables a los administradores (directores, gerentes y personal operativo) de fondos de terceros, como las AFP.

Las AFP, en estricto cumplimiento de los estándares de responsabilidad fiduciaria previstos en la Ley del SPP establecidos en el artículo 21-B del TUO, en su condición de inversionistas institucionales, deben cumplir con un actuar diligente, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de tomas de decisiones de la administración de las CIC a su cargo. De esta manera, para respaldar la administración de los fondos de las CIC deberán implementar soportes de Buen Gobierno Corporativo y mejores prácticas; para lo cual se encuentran obligadas a establecer políticas internas que la sustenten y que sean de dominio público, bajo los medios de publicidad que se consideren.

Los elementos básicos que conforman el Gobierno Fiduciario en los fondos de pensiones se basan en la utilización de *benchmarks* para la evaluación de la gestión del fondo (*performance measurement, performance attribution, performance appraisal*), políticas de inversión disciplinadas, límites a los porcentajes de inversión en cada clase de activo "*strategic asset allocation*" en el cual a partir de las proyecciones de largo plazo seleccionan de los activos, de acuerdo a expectativas direccionales de corto plazo "*tactical asset allocation*" (Escudero 2009: 138-139). Asimismo, mecanismos ante daños y perjuicios por prácticas prohibidas como mejores prácticas de negociación e inversiones, mejores prácticas en la medición, el manejo de riesgos y las obligaciones fiduciarias que mitigan los conflictos de interés y riesgo moral (Zevallos, 2013: 19).

Por otro lado, el Gobierno Fiduciario implica mitigar los conflictos de intereses, alinear los intereses e incentivos a favor del afiliado y la responsabilidad para los directores, mandos gerenciales y operativos. Para lo cual la AFP debe mantener un actuar diligente respetando la normativa vigente aplicable a las inversiones de cada Fondo y diversificar las inversiones de manera que el riesgo del portafolio se mantenga de acuerdo a los objetivos de cada Fondo. Incluso, debe implementar las mejores prácticas, es decir, como se mencionó líneas, deberá generar mecanismos ante daños y perjuicios referentes a: (Escudero 2006: 14).

- a. **Código de ética:** Estándares internacionales y aplicable a todo el personal parte del proceso de inversión.
- b. **Capacidad profesional:** Cumplir con los requisitos mínimos de calificación y experiencia.
- c. **Conflictos de interés:** No redistribuir ganancias o pérdidas entre los Fondos administrados.
- d. **Prácticas prohibidas en las negociaciones:** Negociaciones prohibidas para evitar perjudicar a los Fondos.
- e. **Market watch:** Detectar posibles negociaciones prohibidas.
- f. **Soft dollar:** Evaluar los costos de las inversiones, considerando los retornos y riesgos involucrados.

3.4. CASO FONDO TRANSANDINO PERÚ

3.4.1. Resolución de Primera y Segunda Instancia de la SBS en el Caso Fondo Transandino Perú

Para poder esclarecer la responsabilidad fiduciaria de las AFP se tomará en cuenta la Resolución SBS N° 3576-2012 y la Resolución SBS N° 7356-2012 basados en la sanción a AFP Integra, y la Resolución SBS N° 12082-2011 y la Resolución SBS N° 2191-2012 basados en la sanción a AFP Prima. Ambas en base al Fondo Transandino Perú al no haber incumplido dos infracciones. La primera, por no haber mantenido un adecuado sistema de control interno, tipificado en el artículo 24, artículo 26, inciso h) del artículo 117 y artículo 112 del Título VI. La segunda,

por no remitir información que sustente lo siguiente: i) análisis del desempeño y los riesgos que enfrenta el Fondo, ii) medidas implementadas para proteger a los afiliados, iii) evaluación de las inversiones del Fondo conforme a las mejores prácticas que un gestor profesional debe emplear, y iv) evaluación de las inversiones del Fondo sobre las acciones específicas que planea adoptar respecto a la acusación de alguno de los acreedores de SOMEXPERU.

El incumplimiento de estas disposiciones legales que regula el Sistema Privado de Pensiones se encuentra circunscripto en la inacción de las AFP al no haber realizado las actividades suficientes para monitorear adecuadamente la inversión, y por ende, mitigar los riesgos de inversión. En otras palabras, se sanciona a la AFP por no evaluar y monitorear el portafolio de inversiones del Fondo Transandino Perú al ser integrante del Comité de Vigilancia y de la Asamblea de Participes e incumplir las obligaciones referidas a la Unidad de Riesgos, el Comité de Riesgos y el control del riesgo operacional.

En este sentido, la Superintendencia de Banca y Seguros, en la Resolución SBS N° 3576-2012 emitió como máxima lo siguiente:

“(…) la AFP toma conocimiento de las inversiones que se están realizando, el panorama y la performance de las inversiones y de los riesgos, pero ello, no excluye el hecho de poder realizar reuniones previas o posteriores con el gestor a efectos de investigar en relación a temas específicos; efectuar el análisis respectivo de la situación del Fondo en los aspectos relevantes, y por ende de las empresas; de lo contrario, se estaría dejando total control a la administradora del Fondo de Inversión y, desvirtuando el rol fiduciario de la AFP para con los afiliados, y el que tiene como parte del Comité de Vigilancia, consiste en verificar que la información proporcionada a los Participes sea veraz y oportuna, participes dentro de los cuales se encuentran los Fondos de Pensiones. La implicancia de veraz y oportuna implica un análisis de la información respecto al portafolio del Fondo de Inversión, monitoreo de las decisiones de inversión, revisión de la información financiera auditada y no auditada, entre otros aspectos; más aun si se dan situaciones como las registradas. Además, la participación del Área de Inversiones de la AFP en las

reuniones de Comité de Vigilancia implica que la información evaluada en dichas sesiones debe ser transferida a la Unidad de Riesgos para su posterior evaluación a fin de que determine los hechos o eventos que resultan relevantes para efectos de información a los Órganos Competentes, y, a esta Superintendencia. De este modo, el rol de la AFP como inversionista no implica pasividad”

Las obligaciones imputadas referentes a mantener un adecuado sistema de control interno, enmarcadas en el deber fiduciario que deben cumplirlas las AFP, en su calidad de experto en inversiones, según la Resolución SBS N°3576-2012, y la Resolución SBS N° 12082-2011 son las siguientes:

1. Artículo 24 del Título VI del Compendio de Normas del SPP¹

La AFP debe informar a la SBS sobre cualquier evento o hecho relevante que pueda afectar el valor del patrimonio del fondo de inversión, la marcha normal del negocio u otra información referida al incumplimiento de la regulación vigente.

2. Artículo 26 del Título VI del Compendio de Normas del SPP²

¹ Artículo modificado por Resolución SBS N° 3973-2016 publicada el 20-07-2016.

Artículo 24°.- Cuotas de fondos de inversión locales-Requisitos: La AFP puede invertir los recursos de las Carteras Administradas en fondos de inversión locales descritos en los literales b) y c) del artículo 20°, que cumplan con las siguientes condiciones (...).

El Artículo (g) 162 del Título VI contiene la obligación que tipificaba el Artículo 24 del Título VI al establecer que son obligaciones de las AFP informar a la Superintendencia sobre cualquier evento o hecho relevante, dentro de los cinco (5) días útiles de conocido el hecho, que pueda afectar el patrimonio de los fondos de inversión tradicionales locales y los fondos alternativos locales y extranjeros; u otra información referida al incumplimiento de la regulación vigente en relación a dichos instrumentos. Asimismo, en el caso de otros instrumentos u operaciones de inversión emitidos bajo la modalidad de oferta privada por emisores no inscritos en algún registro público de valores, deberá informar a la Superintendencia en el plazo antes definido, la información de eventos que puedan afectar el valor o la marcha normal del negocio, que le haya sido comunicada por el emisor o administrador del fondo, y que no sea de carácter público.

² Artículo de la Resolución 1153-2008 publicada el 23-11-2008. Última modificación por Resolución SBS N° 3973-2016 publicada el 20-07-2016. Artículo 26A°.- Fondos de inversión. Limitaciones. Las Carteras Administradas no pueden ser invertidas en aquellos fondos de inversión tradicionales o alternativos, que destinen sus recursos a la inversión en los siguientes instrumentos de inversión u operaciones financieras:

- a) Tipos de instrumentos de inversión que no se encuentren definidos en los literales b) o c) del artículo 20°.
- b) Títulos accionarios locales que sean elegibles para la inversión de los fondos de pensiones, siempre y cuando las inversiones en este tipo de instrumentos superen el 20% del tamaño del fondo. Esta limitación sólo resulta aplicable a los fondos de inversión tradicionales.
- c) Instrumentos de inversión emitidos por Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones bajo supervisión de esta Superintendencia o Administradoras de Fondos de Pensiones vinculadas a éstas.
- d) Cuotas de participación de fondos de inversión que se hayan constituido bajo la misma modalidad y objetivo de inversión.

La AFP que invierta los recursos de los Fondos administrados en cuotas de participación de fondos de inversión deberá propiciar en todo momento, la adecuada implementación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo y de las mejores prácticas en inversiones y riesgos.

3. Artículo 112 del Capítulo XI Título VI del Compendio de Normas del SPP

La Unidad de Riesgos de Inversión dentro de sus funciones, le corresponde permitir un adecuado cumplimiento por parte del Sistema Integral de Administración de Riesgos de los criterios de control interno. De esta manera, según este artículo, las AFP deben efectuar una Gestión Integral de Riesgos adecuada a su tamaño y a la complejidad de las operaciones que mantenga la eficacia, eficiencia, confidencialidad, integridad, disponibilidad y cumplimiento normativo.

4. Artículo 117 del Título VI del Compendio de Normas del SPP

La AFP debe evaluar y monitorear aquellos aspectos significativos que incidan o afecten el desarrollo de las Carteras Administradas, en conformidad con el régimen legal nacional o extranjero aplicable.

En conjunto, el artículo 24, 26, 112 y 117 del Título VI hacen referencia a la obligación de las AFP de monitorear el cumplimiento de dichos criterios, pues sin el debido control o revisión de la información financiera auditada de las empresas, el seguimiento de las inversiones y la evaluación de la experiencia, y calidad de los gestores, no es posible asegurar que tal provisión se efectúe de forma oportuna.

En el caso Transandino Perú, dichas infracciones se encuentran asociadas al hecho de que la AFP no cumplió con lo señalado en la normativa vigente y los

documentos referidos a las mejores prácticas, al no realizar las actividades necesarias respecto a un efectivo monitoreo de las inversiones. Si bien la empresa ACCESS SEAF demostró una deficiencia resaltante en el control de gestión del negocio, esta debió haber sido identificada y analizada por la AFP. Además, debió haber establecido en las Actas de los Comités de Vigilancia aspectos que evidencien la preocupación y monitoreo realizado como parte del *due diligence*.

En ese sentido, las AFP en el marco de su rol fiduciario deben velar por los intereses de los afiliados, por ende, le corresponde evaluar la totalidad de la información disponible respecto a la situación del Fondo Transandino Perú, a fin de participar de forma activa, manifestar opiniones y/o plantear acciones a seguir a efectos de mitigar los riesgos de inversión, determinar las actuaciones específicas que pueden afectar los intereses de los Fondos de Pensiones, entre otros aspectos.

En función a lo señalado en los Procedimientos Sancionadores, los hechos realizados por AFP Integra y Prima AFP que generaron el incumplimiento a la normativa refieren a las siguientes acciones:

- a. La información solicitada por la SBS mediante Oficio del 29 de octubre de 2009 implica la mala situación financiera de la empresa SOMEXPERU al incumplir con el pago de sueldos, alquileres, servicios generales, inspecciones y servicios necesarios para operar desde mayo de 2009 lo que ocasionó que las operaciones se detengan por cerca de ocho semanas entre los meses de mayo y junio de 2009. Asimismo, en el mes de octubre del mismo año, RAMSAC renunció a la gerencia general de SOMEXPERU, y Global Securities Capital Partners Advisors inició la ejecución del fideicomiso que respaldaba el préstamo de Global a la empresa, como resultado, la empresa dejó de operar. La no comunicación a la Superintendencia de estos hechos y eventos relevantes en el momento de su comisión, configuran el incumplimiento del artículo 24 del Título VI.
- b. Las AFP no comunicaron sobre la relación de South West Marbles & Stones, pese a que la inversión se encontraba provisionada en un 100% y

se esperaba que ingrese a un proceso concursal en INDECOPI, el cual afectó el valor del patrimonio del Fondo Transandino Perú y la marcha normal del negocio. Del mismo modo, no comunicó a la SBS el análisis efectuado por la Unidad de Inversiones y la Unidad de Riesgos, así como también, las recomendaciones efectuadas al Gerente General, al Comité de Inversiones y Comité de Riesgos con la finalidad de mitigar la exposición a los riesgos de inversión en el Fondo Transandino Perú, conforme lo señala el artículo 112 del Título VI.

- c.** La inversión de AFP Integra representa un 0.0384% del Fondo 2 y un 0.544% del Fondo 3. Asimismo, para Prima AFP la inversión en el Fondo 3 asciende a US\$ 2MM el cual representa 0.078% del Fondo. Para ambas AFP, dichos porcentajes resultan poco materiales, es decir, consideran omitir el flujo de información relevante a informar a los órganos competentes previo al análisis de la Unidad de Riesgos.

- d.** AFP Integra contrató a DEFINE con el fin de evaluar el comportamiento de la SAFI, luego de la solicitud de información de la Superintendencia. DEFINE detectó que ACCESS SEAF presentó deficiencias en sus procesos de control en la gestión del negocio al observar que el gestor: i) no actuó diligentemente ni tomó acción al recibir los correos electrónicos que serían indicio de la supuesta manipulación, ii) no demostró estar debidamente y confiablemente informado sobre la real marcha del negocio ni sobre las variables críticas del negocio, iii) no mantuvo un adecuado control en la gestión del negocio, sobre todo tratándose de una industria con alto potencial de informalidad y de difícil control, iv) no informó oportunamente a los partícipes del Fondo sobre las importantes diferencias entre los EEFF repostados a los partícipes y los EEFF auditados, v) mantuvo un equipo técnicamente calificado, pero con debilidades gerenciales y administrativas, y sin trayectoria de gestión profesional.

- e. El informe de DEFINE respecto a la calidad de información financiera anual entregada a los partícipe refiere que se encuentran diferencias importantes con relación a los Estados Financieros Auditados, el cual podría llevar a los partícipes del Fondo Transandino Perú a una interpretación incorrecta de los resultados. Asimismo, la dificultad en establecer que ACCESS SEAF haya informado oportunamente a los partícipes del Fondo sobre las importantes diferencia entre los EEFF financieros reportados a los partícipes y los EEFF Auditados.

- f. AFP Integra distribuyó los dividendos asociados a una reducción del capital, la cual generó un menor número de cuotas de participación y un valor cuota del Fondo Transandino Perú superior al verdadero. Esta información no corresponde a la remitida en el Informe Diario de Inversiones (“IDI”) del 15.07.2010, lo cual refleja que la revisión de información financiera del Fondo, brindada por la SAFI no fue revisada diligentemente por parte de la AFP, ya que dicho error pudo haber sido advertido.

- g. AFP Integra no observó la evaluación de experiencia de la empresa auditora VIGO y Asociados Auditores y Consultores, los cuales señalaron en los reportes de los EEFF auditados un alto margen bruto de 48.2% y 67.2% para el cuarto trimestre del 2007. Dichos márgenes excesivamente elevados en un contexto de crisis comercial como el que atravesaba el sector, debió ser un indicio suficiente para considerar la probabilidad de una manipulación de los EEFF. Para lo cual, según el Reglamento de Participación, se encuentran facultados para designar a la Sociedad Auditora del Fondo y sus inversiones mediante Asamblea General Extraordinaria, o en su defecto el Comité de Vigilancia, del cual las AFP son miembros.

- h. AFP Integra no evaluó el impacto del incremento de la participación patrimonial a 75.25% en la empresa SOMEXPERU, el cual debió ser

temporal y no de competencia de la SAFI. En ese sentido, la AFP estaría incumpliendo el artículo 117 y el Reglamento de Participación.

Según lo expuesto previamente, las AFP consideran que su diligencia tiene un límite material de la inversión al decidir no realizar el análisis de la información relevante que debe ser informado oportunamente a los Órganos Competentes, previo análisis de la Unidad de Riesgos. Esta evaluación y monitoreo de la inversión del Fondo Transandino Perú mediante las Actas de Comité de Vigilancia, Asamblea General Extraordinaria de Partícipes, comunicaciones electrónicas entre las AFP y la Sociedad Gestora, es importante para acreditar un activo monitoreo interno.

En la misma línea, el sistema de control interno, contemplado en el deber fiduciario que deben cumplir las AFP, implica mantener un adecuado control interno en cumplimiento de las disposiciones legales que regulan al Sistema Privado de Pensiones. Es así que las AFP, en cumplimiento del artículo 26 del Título VI, deberá propiciar en todo momento, la adecuada implementación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo y de las mejores prácticas en inversiones y riesgos; para lo cual, debe participar a través del Comité de Vigilancia, el cual se realiza al menos con una periodicidad trimestral, asimismo, en la Asamblea de Partícipes; en ambos revisando la información financiera.

En este sentido, la AFP debe generar mecanismos adecuados y necesarios como remitir documentación en torno a manuales o procedimientos actualizados a efectos de definir las actividades de monitoreo de inversiones alternativas, o modificaciones a su sistema de control interno.

El control a ejercer por parte de la AFP implica monitorear las inversiones realizadas con los recursos de las Carteras Administradas a fin de salvaguardar los intereses de los afiliados en el marco de su deber fiduciario. Mas aún, siendo una inversión alternativa de estructura compleja, las AFP deben evaluar el riesgo de liquidez, riesgo de integridad, riesgo operacional, transparencia limitada, debilidad

en la valorización, cuestiones de control y conflictos de interés, todo ello como parte de la gestión de riesgos.

Al respecto de la gestión de los riesgos en inversiones alternativas, esta comprende características más complejas que en productos tradicionales. Por lo cual, los indicadores tradicionales de medición de los riesgos no otorgan, necesariamente, una adecuada evaluación de las características específicas de estos instrumentos. Es decir, se debe mantener un rol activo que implemente las mejores prácticas establecidas en el mercado.

Por otro lado, el actuar de los administradores de fondos de pensiones en la Asamblea de Partícipes implica la evaluación de cualquier impacto, la situación de la empresa y el cumplimiento del Reglamento de Participación, pues se tiene como objetivo preservar el valor de la inversión realizada. No obstante, en el Fondo Transandino, las AFP no consideraron como parte de su competencia el aumento del 75.25% en la empresa SOMEXPERU, debido a que en su consideración, no constituye de su competencia, pese a que el análisis y justificación de los hechos fue discutido en la Asamblea de Partícipes.

En este sentido, la participación de las AFP en las Asambleas del Comité de Vigilancia, las cuales se realizan al menos con una periodicidad trimestral, y su participación en la Asamblea de Partícipes, debe basarse en la revisión de la información financiera. Ello implica un análisis de la información respecto al portafolio del Fondo de Inversión, monitoreo de las decisiones de inversión, revisión de la información financiera auditada y no auditada, entre otros.

La inacción de realizar la investigación y análisis de la información implica el incumplimiento del artículo 26 del Título VI, referido a que la AFP deberá propiciar en todo momento la adecuada implementación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo y de las mejores prácticas en inversiones y riesgos, incluyendo en cuanto resulte aplicable las disposiciones de los capítulos XII y XIV el Título VI y otras políticas y prácticas destinadas entre otros a evitar conflictos de intereses por parte de la sociedad administradora de fondos de inversión. Por tanto, el

mantener una actitud pasiva como integrante del Comité de Vigilancia y de la Asamblea de Partícipes, al dejar el total control a la Administradora del Fondo de Inversión, y mantener un comportamiento como receptor de la información brindada por el gestor, desvirtúa el deber fiduciario de las AFP.

Por otro lado, las AFP, en el marco de su condición de profesional experto, debió solicitar la información auditada, más aún considerando que la valorización del Fondo se realiza en base a los EEFF. Asimismo, obtener la opinión de un tercero independiente y con ello evaluar la *performance* del portafolio, el Fondo y las potenciales diferencias en relación a la información no auditada, a fin de solicitar al administrador sus respectivos descargos.

Ahora bien, la AFP como parte del Comité de Vigilancia, en su carácter de representante de los afiliados, cuenta con la obligación de evaluar los aspectos mínimos a contemplar dentro de las tareas enmarcadas en el Reglamento de Participación. Las obligaciones establecidas en el Reglamento de Participación son las siguientes: i) verificar que la información proporcionada a los Partícipes sea veraz y oportuna, ii) recomendar al administrador con respecto a aspectos generales de la política de inversión y de la administración de las empresas del Fondo cuando así lo considere adecuado, iii) revisar los informes de valuación de los principales activos del Fondo y someter dichos informes a la evaluación de la Asamblea General cuando estime que los valores asignados no corresponden a los parámetros del mercado.

Por otro lado, el rol de la AFP como inversionista no implica una actitud pasiva, debido a que deberá verificar que la información proporcionada a los partícipes sea veraz y oportuna, monitorear la *performance* del Fondo y de los managers. Esta deficiencia presentada por la AFP al no evaluar los riesgos e informar a los órganos competentes, considerando las situaciones críticas que se registraban en el Fondo Transandino Perú, demuestra la falta de *due diligence* por parte de la AFP en el marco de deber fiduciario.

En ese sentido, las AFP deben evaluar el *performance* del Fondo de Inversión en el marco del monitoreo post-inversión, al ser representante de los Fondos de Pensiones, y en cumplimiento de su *due diligence*. Es así que, al ser miembro del Comité de Vigilancia y de la Asamblea de Partícipes cuenta con información relevante para evaluar la situación de las empresas en las que invierte. Por ello, deberá disponer de las herramientas necesarias para realizar lo siguiente: i) supervisar la gestión de la administradora, ii) evaluar los potenciales conflictos que se presenten en las inversiones realizadas por el administrador, iii) verificar que las inversiones se efectúen conforme los criterios de diversificación, límites y requerimientos establecidos en el Reglamento de Participación, y iv) participar en el proceso de toma de decisiones en el Comité de Vigilancia como en la Asamblea de Partícipes.

Finalmente, las Resoluciones establecen que las AFP deben generar mecanismos adecuados y necesarios, ya sea al remitir documentación en torno a manuales o procedimientos actualizados, a efectos de definir las actividades de monitoreo de inversiones alternativas, o al efectuar modificaciones a su sistema de control interno. Para ello, al adquirir una cuota de un partícipe del Fondo, deberá realizar una evaluación del Reglamento de Participación del Fondo y cumplir con los lineamientos de los Principios del Buen Gobierno Corporativo, investigar en torno a la gestión del administrador, es decir, la gestión del riesgo, experiencia y capacidad profesional, así como también, la situación de las empresas que conforman el portafolio del Fondo Transandino Perú, y la situación que mantiene con los acreedores de SOMEXPERU.

CAPITULO IV: APLICACIÓN DE LOS ESTÁNDARES DE *DUE DILIGENCE*

4. Aplicación de la doctrina de responsabilidad civil según el sistema del civil law

Como hemos analizado en los capítulos anteriores de acuerdo con la normativa del Código Civil, se puede implementar los lineamientos de responsabilidad fiduciaria establecida en el *common law* para las administradoras de fondos de pensiones, a fin de que conozcan ¿cuáles son los criterios de debida diligencia que debe seguir el administrador de fondos de pensiones?

Las condiciones para que el administrador de fondos de pensiones incurra en responsabilidad por incumplir su deber de diligencia de monitorear activamente las inversiones, se encuentra establecida como obligación en el artículo 21-B del TUO al delimitar que “las AFP, en su condición de administradoras de los aportes obligatorios y voluntarios que realicen los afiliados a sus CIC, asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales cuya finalidad es la provisión de los recursos adecuados para el otorgamiento de una pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su vida laboral. En merito a ello, es responsable de actuar con la diligencia que le corresponde a su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de tomas de decisiones de la administración de las CIC a su cargo... [...]”.

El artículo 21-B se encuentra conforme al artículo 59 del Reglamento de la Ley del SPP el cual precisa que las AFP se encuentran obligadas a administrar los fondos de pensiones atendiendo lo siguiente:

- a. Con el objeto de proporcionar **beneficios a los afiliados** a cada fondo
- b. Con la **diligencia y competencia que corresponde a un experto en las inversiones**

- c. Con **imparcialidad, cuidado, reserva, discreción, prudencia y honestidad**
- d. Manteniendo un balance apropiado entre la rentabilidad y el riesgo de las inversiones de acuerdo con los objetivos de cada fondo
- e. Diversificando las inversiones de manera que el riesgo del portafolio se mantenga a un nivel razonable y adecuado de acuerdo con los objetivos de cada fondo
- f. Respetando diligentemente la normativa vigente aplicable a las inversiones de cada fondo. **(Las negritas son nuestras)**

Adicionalmente, el artículo 94 del El Reglamento del TUO de la Ley del SPP de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, dispone que los representantes designados por las AFP, a efectos de que se ejerzan, a nombre de los fondos de pensiones, los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos de los fondos de pensiones. Además, deberán velar por la defensa de los derechos que corresponden a los fondos de pensiones, con independencia de los intereses de las AFP y se sujetarán a las mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo, y propiciarán la adopción de estas en los órganos de gobierno en los que ejercen el cargo.

El cumplimiento de la responsabilidad fiduciaria de las administradoras de fondos de pensiones implica mantener un actuar diligente por parte de las AFP, el cual debe realizarse en mérito del cumplimiento de la normativa del Sistema Privado de Pensiones, referente a mantener un monitoreo activo de las inversiones.

Para ello, la normativa del Título VI tipifica obligaciones que deben cumplir las AFP con respecto al manejo de las inversiones realizadas con los recursos de las Carteras Administradas. En ese sentido, las AFP deben adoptar los procedimientos necesarios que les permitan cumplir con la evaluación y monitoreo de los riesgos en las inversiones.

Por otro lado, como parte del monitoreo interno que deben realizar las AFP, la Resolución SBS N° 272-2017 publicada el 18 de enero del 2017 regula aspectos relacionados a la Gestión Integral de Riesgos. Para ello, las AFP deben contar con

una unidad centralizada o con unidades especializadas en la gestión de riesgos específicos. Por tanto, los integrantes de la Unidad de Riesgos deben poseer la experiencia y los conocimientos que les permitan el apropiado cumplimiento de sus funciones.

Por último, con el fin de fortalecer la responsabilidad fiduciaria de las AFP, se ha prepublicado el Proyecto de Resolución con fecha 18 de mayo de 2017 referente al *proxy voting* de las AFP. De esta manera, el Proyecto tipifica lo siguiente: i) la experiencia profesional que deben cumplir los representantes de las AFP, ii) el proceso de selección de representantes de los fondos de pensiones en juntas, asambleas o comités, y que conlleva a una responsabilidad del Directorio de la AFP y iii) los requerimientos de estándares de asistencia y ejercicios al voto cuando se traten asuntos materiales o estos alcancen determinados niveles de participación de capital en las empresas donde se hayan invertido los recursos de los fondos de pensiones.

Cabe acotar que este proyecto cuando sea publicado tendrá la misma relevancia que las otras normativas que refieren a las obligaciones a cumplir por las administradoras de fondos de pensiones referente al actuar diligente en el marco del monitoreo activo de las inversiones.

Al tener en cuenta que el incumplimiento del *due diligence* de los Administradores de Fondos de Pensiones se basa en un deficiente monitoreo interno, el cual se encuentra tipificado en la normativa del Título VI del Compendio de Normas de la SPP y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, se analizará la doctrina del *common law*, la cual desarrolla un amplio conjunto de normas destinadas a la responsabilidad civil de los administradores de fondos de pensiones por haber incumplido el deber de diligencia, en el marco de su deber fiduciario, conjunto con la responsabilidad por inexecución de la obligación. Es así que se configura la responsabilidad fiduciaria por incumplir los estándares de debida diligencia. Sin embargo, al no encontrarse tipificada en el Reglamento de Sanciones de la SBS, es necesario analizar los lineamientos de responsabilidad fiduciaria emanados del deber de prudencia que deben cumplir los inversores de

fondos de pensiones del *common law*, y el análisis de responsabilidad civil por incumplir la obligación de actuar con diligencia del *civil law*, para identificar los lineamientos aplicables a las AFP en el Perú.

De esta manera, el *common law* contiene criterios definidos sobre el deber fiduciario mediante presupuestos regulatorios y dispositivos de protección de mercado, por el contrario, el *civil law* no lo detalla. En consiguiente, se busca establecer a partir de ella los estándares de responsabilidad por debida diligencia de los administradores de fondos de pensiones en el Perú, y lograr así una gestión diligente del riesgo. Por ello, se toma en cuenta los lineamientos establecidos en la regla del *Prudent Investor* establecida en el *common law*.

A continuación desarrollaremos los criterios de debida diligencia aplicables a los Administradores de Fondos de Pensiones en el Perú por incumplimiento de su deber fiduciario a partir del caso Transandino Perú. Para ello, se tendrá en cuenta el análisis descrito en capítulos anteriores sobre los lineamientos de *due diligence* regulados en Estados Unidos y Reino Unido, la regulación de responsabilidad civil en el Perú por inejecución de obligaciones al omitir un actuar diligente, y la estructura de la gestión del fondo de pensiones.

4.1. Aplicación en el caso Transandino Perú

La Resolución SBS N° 3576-2012 y la Resolución SBS N° 7356-2012 basadas en la sanción a AFP Integra, y la Resolución SBS N° 12082-2011 y la Resolución SBS N° 2191-2012 en la sanción a AFP Prima en el cual se sancionó a las AFP por haber incumplimiento la regulación tipificada en el Título VI respecto al monitoreo interno de las inversiones del Fondo Transandino Perú. En ellas se vislumbra la problemática que existe en el desconocimiento de los criterios de debida diligencia por parte de las AFP al no efectuar un adecuado proceso de evaluación de las inversiones conforme lo señalado en la normativa.

Como se ha mencionado en el capítulo anterior, las AFP realizan un deficiente proceso de evaluación de las inversiones, ya que consideran que su diligencia tiene

un límite material. Esta calificación como poco material de la inversión omite el análisis de la información relevante que debe ser informado oportunamente a los órganos competentes, previo análisis de la Unidad de Riesgos.

En el caso Transandino Perú, las infracciones imputadas correspondientes a los artículos 24, 26, 112 y 117 del Título VI se encuentra asociadas al hecho de que la AFP no cumplió con lo señalado en la normativa vigente y los documentos referidos a las mejores prácticas, al no realizar las actividades necesarias respecto a un efectivo monitoreo de las inversiones. Si bien la empresa ACCESS SEAF demostró una deficiencia resaltante en el control de gestión del negocio, esta debió haber sido identificada y analizada por la AFP. Por lo cual, a las AFP le corresponden evaluar la totalidad de la información disponible respecto a la situación del Fondo Transandino Perú, realizar un debido control o revisión de la información financiera auditada de las empresas, el seguimiento de las inversiones, la evaluación de la experiencia, y calidad de los gestores.

En ese sentido, las AFP en el marco de su rol fiduciario y en su calidad de experto en inversiones, deben velar por los intereses de los afiliados. Para lo cual, le corresponde participar de forma activa, manifestar opiniones y/o plantear acciones a seguir a efectos de mitigar los riesgos de inversión, determinar las actuaciones específicas que pueden afectar los intereses de los fondos de pensiones, entre otros aspectos.

4.1.1 Responsabilidad por inejecución de obligaciones

Las Administradoras de Fondos de Pensiones son responsables al no cumplir con los estándares razonables de conducta debido a que cuentan con la obligación de administrar los fondos de manera prudente y diligente, así como también, teniendo siempre en cuenta el interés de los afiliados. De este modo, la obligación de *due diligence* por las AFP deriva de la inacción de no emplear los mecanismos adecuados y necesarios para monitorear las inversiones y mitigar los riesgos de inversión al no identificar, y analizar la deficiencia del control de gestión de la SAFI.

En ese sentido, el monitoreo abarca la supervisión, es decir, la responsabilidad continua del Administrador de Fondos de Pensiones de supervisar la idoneidad de las inversiones ya realizadas, así como las decisiones respecto a las nuevas inversiones. Asimismo, proteger las inversiones a través del *proxy voting*, participar en diálogos y otras estrategias (Richardson 2007: 165).

Los mecanismos por los cuales las administradoras de fondos de pensiones pueden delimitar cuáles son los criterios de debida diligencia en su responsabilidad de monitorear adecuadamente las inversiones, se basa en que las actividades relacionadas al proceso de inversión requieren una efectiva regla de *due diligence*. Esta regla debe realizarse siguiendo los estándares razonables de conducta, y en base a la mejor ejecución de un experto en inversiones, así como también, a un manejo del riesgo diligente. Respecto al deber fiduciario atribuido a las AFP, este comprende la debida diligencia en la etapa previa a la inversión y aquella desplegada durante su vigencia "*ongoing due diligence*".

Asimismo, algunas de las actividades comprendidas, dentro del concepto de *due diligence* son las siguientes: i) la investigación y evaluación de las características de una administración, filosofía de inversión, y términos y condiciones previas al compromiso de capital del fondo; ii) el proceso sistemático de la evaluación de información para identificar riesgos y temas relacionados a la transacción; iii) el proceso de chequeo de la veracidad de información contenida en los estados financieros de la compañía; y iv) proceso por el cual un inversionista investiga las oportunidades de la inversión, valora la cualidad del equipo gestor, y valora los principales riesgos asociados con una oportunidad de negocios (Shain 2008:10).

Por otro lado, el realizar un *due diligence* óptimo implica realizar distintas acciones de verificación y comprender las razones subyacentes a esta. Estas acciones se basan en contratar a expertos externos con el conocimiento y la capacidad en temas de inversiones de fondos de pensiones, realizar un seguimiento a las inversiones del Fondo, asegurar el control interno, monitorear las operaciones de derivados y las inversiones financieras estructuradas, reunirse con el Gerente de la

Gestión de Riesgo e Inversiones, evaluar que los EEFF reflejen los rendimientos esperados de la estrategia de inversión y las mejores prácticas, revisar las restricciones sobre la liquidación de los activos, asistir a las Asambleas de Participes y Comité de Vigilancia, ya que en ellos podrá conocer la situación del Fondo y oponerse sobre cualquier decisión que se encuentre en contra del LP o de un erróneo manejo del gestor de fondo que pueda perjudicar los activos de los afiliados. Por último, deberá siempre notificar a la SBS sobre cualquier hecho relevante respecto al Fondo.

La obligación de *due diligence* por las AFP deriva de la acción de emplear los mecanismos adecuados y necesarios para monitorear las inversiones y mitigar los riesgos de inversión; por lo cual, deberán identificar y analizar la deficiencia del control de gestión de la SAFI. De este modo, el proceso de *due diligence* implica un alto escrutinio de todos los aspectos del monitoreo.

De lo inferido en el capítulo dos se delimita que el estándar de actuación que las AFP deben cumplir en su carácter como fiduciario de los fondos de pensiones, corresponde a un actuar diligente basado en tres parámetros a emplear: i) una investigación apropiada del manejo de las inversiones, ii) actuar como una persona experta en inversiones, e ii) implementar mecanismos en el manejo del riesgo del fondo.

El primer criterio referente a emplear una investigación apropiada en el manejo de las inversiones implica realizar un examen de la información que pueda resultar de importancia sobre el valor o la seguridad de una inversión. De esta manera, mantener un actuar prudente y diligente en el desarrollo de la investigación permite que el fiduciario haga una evaluación y decisión informada.

El estándar de actuación de las AFP corresponde a demostrar que efectuó de modo diligente una investigación apropiada del manejo de las inversiones. No obstante ¿qué es una investigación adecuada? Para ello, el *common law* refiere que una investigación adecuada requiere: i) actuar únicamente en interés de los beneficiarios (deber de lealtad), ii) actuar con el cuidado, destreza y diligencia de

una persona prudente experta en las inversiones de fondos de pensiones (*prudent expert*) y iii) diversificar el plan de inversión para evitar considerables pérdidas (Dol Publication 2012: 2). Por ende, el cumplimiento del *due diligence* de las AFP requiere que estos estándares de actuación deben regir en base a una investigación adecuada.

En la misma línea, una investigación diligente se lleva a cabo antes y durante el proceso de inversión "*ongoing due diligence*". Es llevada a cabo la investigación antes de tomar cualquier acción de inversión, brindar autorización de una nueva forma de inversión, así como también, al entender el rendimiento histórico, los riesgos y el potencial rendimiento asociado al tipo de inversión. Además, si el precio de mercado no es fiable en una inversión, independientemente de la valoración. Por último, antes de contratar con el gestor de fondos, deberá la AFP investigar su trayectoria y los posibles conflictos de intereses (Furbush y Cartmell 2009:1).

Por otro lado, en la etapa durante el proceso de inversión, la investigación se debe realizar si no se produce los retornos originalmente esperados, si por motivo de un cambio en la economía se sugiere que el riesgo asociado con la inversión sea mayor de lo que se pensó originalmente. Asimismo, investigar y monitorear las acciones tomadas por el gestor del fondo, debido a que si no se producen los resultados esperados, deberá evaluar si sigue con la inversión (Furbush y Cartmell 2009:1).

En ese sentido, para realizar una adecuada investigación, las AFP deben juzgar la calidad y la integridad de la información inicial obtenida y a partir de ello decidir sobre la decisión de la necesidad de realizar más verificaciones, o investigaciones para así adoptar una estrategia de inversión e implementar mecanismos de *compliance* que permitan velar por el interés del beneficiario.

Al respecto, la resolución del caso Transandino Perú delimita que las AFP deben analizar la información respecto al portafolio del fondo de inversión, monitorear las decisiones de inversión, revisar la información financiera auditada y no

auditada, investigar las oportunidades, obtener información relevante y necesaria, al tomar una decisión que sea beneficiosa para los afiliados, entre otros.

Además, la labor de las AFP en el Comité de Vigilancia es fundamental al evaluarse en ellas cualquier impacto respecto al Fondo, la situación de las empresas, el cumplimiento del Reglamento de Participación. Además, deberán las AFP establecer en las Actas de los Comités de Vigilancia aspectos que evidencien el cumplimiento del *due diligence*.

En el marco de investigar la prudencia de una inversión, las AFP deben supervisar que los gestores de fondos revelen la información relevante con respecto al Fondo. En caso el gestor de fondos se niegue a brindar la información, la AFP deberá exigir el cumplimiento del contrato o en todo caso realizar el retiro de sus inversiones en dichos Fondos.

De este modo, las AFP deben investigar cualquier sospecha, inexactitud, ocultamiento, apropiación indebida, negligencia, incompetencia, violación a las reglas o normas, así como cualquier otra irregularidad. Por tanto, cualquier situación u acto que la AFP observe sea contradictorio, no cuente con un sustento razonable u carezca de documentación, deberá ser investigado (Furbush y Cartmell 2009:2).

Con respecto al segundo criterio referido a actuar como una persona experta en inversiones, el administrador de fondos de pensiones debe cumplir con la experiencia de una persona dedicada y con conocimientos en las inversiones.

De este modo, para poder establecer el cumplimiento de la diligencia de los Administradores de Fondos de Pensiones es necesario comparar la conducta realizada con el patrón de un “hombre razonable” o lo que se conoce como el “buen hombre de negocios”. Sin embargo, este parámetro se determina según la actividad a realizar, es decir, la administración de las inversiones de fondos de pensiones. Por tanto, es indispensable contar con una persona experta en inversiones, y no como una persona ordinaria.

Un proceso claro de toma de decisión con individuos experimentados es importante en todas las inversiones. Estos expertos deben tener habilidades específicas en el manejo de los activos, es decir, conocimientos en adquisiciones, real estate, crédito, venture capital e infraestructura. Además, deben contar con un conjunto de habilidades (primaria, secundaria, co-inversión, crédito y legal) (Koenig, Fitch, Karina, Lane 2006: 3-4).

Por otro lado, los expertos también necesitan soluciones tecnológicas que puedan ayudar a llevar a cabo la diligencia de forma más eficaz, estructurada e informada. Por tanto, deberán contar con los requisitos de recursos humanos y tecnológicos más importantes necesarios para los inversores.

Asimismo, contar con un experimentado Comité de Inversiones, el cual debe guiar el proceso de selección de inversiones, asegurar la consistencia de la selección de la inversión y la creación de un portafolio equilibrado y estratégico (Koenig, Fitch, Karina, Lane 2006: 4).

Las AFP, en su calidad de profesional experto en inversiones deben ser no solo diligente si no también tener la destreza de una persona que tiene conocimiento, y experiencia en el desempeño de las inversiones de fondos de pensiones. Esta destreza o pericia implica contar con el conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada actividad o profesión.

En el *common law* se le conoce como *prudent expert*, debido a que, en su calidad de experto, los Administradores de Fondos de Pensiones, deben mantener un actuar que manifieste el cuidado, destreza y prudencia de una persona diligente que tiene conocimientos de las inversiones de fondos de pensiones (Pancoast 2010: 1).

Al requerirle al Administrador de Fondos de Pensiones actuar con destreza y experiencia de una persona dedicada a las inversiones de los fondos de pensiones, deberá cumplir con las calificaciones requeridas de experiencia y administración financiera señaladas en la normativa vigente y los documentos referidos a mejores

prácticas. En la misma línea, en caso no cumplan con los conocimientos y experiencia en todos los aspectos de la administración del fondo de pensión, deberán confiar en expertos externos.

Por otro lado, al ser representantes en las Asambleas de Partícipes pueden oponerse o mostrarse de acuerdo a las decisiones propuestas por los gestores de los fondos. Por lo cual, si no cuentan con el conocimiento y experiencia de una persona dedicada a las inversiones de fondos de pensiones, no podrá identificar ni oponerse a cualquier sospecha u acto indebido que se realice en la inversión.

De esta manera, la actividad que realiza una persona experta en inversiones implica que cuente con conocimiento y experiencia en todos los aspectos de la administración de los fondos de pensiones. Para ello, deberá cumplir con las obligaciones emanadas de la normativa SBS para las AFP y las Políticas de Inversión.

Con respecto al tercer criterio en base a implementar mecanismos de manejo del riesgo del fondo. Este implica que al tratarse de una actividad que tiene como consecuencia la teoría de la cartera moderna e incentiva asunción de riesgos, por parte de las AFP, debe contar con una estrategia de inversión que tenga en cuenta el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia asociada con la inversión (Jones y Ziga, s/f:8). En otras palabras, que implemente mecanismos de *compliance* y se encuentre diseñada con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el Fondo.

Por tanto, no se les exige a los administradores de fondos evitar el riesgo sino realizar una gestión diligente del riesgo que implemente una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y retorno razonablemente adecuados, y mantener una tolerancia a la volatilidad. Cabe acotar que la gestión de riesgos implica evaluar el riesgo de liquidez, riesgo de integridad, riesgo operacional, transparencia limitada, debilidad en la valorización, cuestiones de control, conflictos de interés.

Por tanto, las AFP deberán adoptar los medios necesarios para evitar el riesgo de generar un perjuicio en los activos de los afiliados con el fin de tomar las precauciones necesarias, al encontrarse en mejor posición de obtener información sobre los acontecimientos alrededor del fondo al ser miembro del Comité de Vigilancia.

Por otro lado, los medios necesarios parten de implementar la función preventiva, la cual implica establecer un nivel de prevención y minimizar el costo de los accidentes (Fernández 2001: 30). Este nivel de prevención se vislumbra cuando la AFP al incurrir en mayor costo de precaución reduce la probabilidad de ocasionar un daño a los afiliados con respecto a sus activos en el fondo, así como también, la probabilidad de que ocurra. En otras palabras, contar con la mayor información para tomar las precauciones que conllevan un nivel óptimo de desenvolvimiento de la actividad, es decir, implementar mecanismos de mejores prácticas en la estructura de gestión de los Fondos de Pensiones y la reducción de los conflictos de interés.

Con respecto a la determinación de responsabilidad civil de los administradores de fondos de pensiones por incumplimiento de un actuar diligente, se realizará a continuación el análisis de los criterios de imputabilidad, ilicitud o antijuricidad, factor de atribución, nexo causal y el daño:

- a. La imputabilidad del administradores de fondos de pensiones analiza el comportamiento del agente atendiendo a su naturaleza, por lo cual, examina las capacidades y cualidades del administrador de fondos, es decir, de los representantes de gestionar el monitoreo interno.
- b. La ilicitud o antijuricidad del administrador de fondos de pensiones se constata en el comportamiento no diligente de los representantes en la ejecución de su obligación de monitorear los fondos de pensiones. Es decir, en el cumplimiento de asegurar que la toma de decisión sea buscando el mejor interés para los afiliados y en base a la buena fe, el cuidado, destreza,

prudencia de una persona diligente que es experta en el sistema de inversiones de fondos de pensiones.

Esta obligación deriva del artículo 21-B del TUO al disponer que las AFP asumen plena responsabilidad fiduciaria como experto en inversiones al encontrarse obligados de “actuar con la diligencia que le corresponde a su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de tomas de decisiones de la administración de las CIC a su cargo... (...)”. Asimismo, el deber de diligencia se encuentra circunscrito en la normativa del Título VI, la cual establece las obligaciones a cumplir por las AFP como parte del cumplimiento del monitoreo interno.

- c. El factor de atribución se relaciona con un sistema de responsabilidad subjetiva por culpa aplicable al incumplimiento de las administradoras de fondos de pensiones de monitorear las inversiones de los Fondos, mitigar los riesgos de inversión y determinar las actuaciones específicas que pueden afectar los intereses de los Fondos de Pensiones, en el marco de su deber fiduciario de no realizar una revisión diligente.

En este sentido, la inversión de los Fondos por parte de las AFP debe ejercerse con debida diligencia, en la cual deberá verificarse no que la decisión sobre la inversión sea exitosa sino que cumpla con un proceso razonable y diligente para llegar a dicha decisión.

Asimismo, el cumplimiento del *due diligence* por parte de los Administradores de Fondos de Pensiones se verifica en que la selección de inversión se realice con el debido cuidado, destreza y diligencia de una persona que tiene conocimientos en las inversiones de los fondos de pensiones y no si la inversión tiene éxito o fracasa. En caso no mantenga un actuar diligente incurrirá en culpa leve.

- d. El nexo causal, se configura en base a la conducta no diligente de los representantes de las AFP al no realizar un análisis de las consecuencias o monitoreo permanente de las inversiones. De este modo, las AFP al tomar una decisión deberá investigar cuidadosamente las oportunidades y obtener la información relevante, todo ello en el marco del cumplimiento de su debida diligente. De lo contrario, al no evaluar la totalidad de la información disponible respecto a la situación de Fondo, permiten, a los gestores de los fondos, el libre albedrio en las decisiones al no oponerse sobre alguna acción que pueda perjudicar al fondo.
- e. El daño ocasionado por parte del Administrador de Fondos de Pensiones al afiliado a los fondos de pensiones al no actuar con la debida diligencia en la toma de decisión, genera que las acciones incurrirán en pérdida, y por ende el Fondo tendrá una menor rentabilidad.

La conducta del Administrador de Fondos de Pensiones en base al *due diligence* que deben realizar con respecto a un monitoreo interno de las inversiones del Fondo debe mantener un comportamiento que vislumbre más allá de la verificación y comprender las razones subyacentes a esta.

Por otro lado, la no observancia de los deberes de diligencia por parte del administrador de fondos genera responsabilidad por inejecución de obligación de medios al no haber realizado los mejores esfuerzos que realizaría una persona razonable, en el mismo tipo de circunstancias, no si la inversión tuvo éxito o fracasó.

El control del sistema interno de la inversión, con el fin de lograr mitigar los riesgos de inversión, no se basa en participar en las decisiones de inversión e involucrarse directamente en la gestión de las empresas que conforman el fondo de inversión, si no en que denote preocupación y monitoreo permanente de las inversiones.

En ese sentido, el administrador de fondos de pensiones en cumplimiento de su deber de diligencia, al desarrollar una actividad que envuelve riesgos e incertidumbre debe obtener y procesar toda información relevante para así tomar una decisión, debido a que es importante que analice las posibles consecuencias y realice un monitoreo permanente.

Además, los lineamientos de diligencia conforme el deber fiduciario de los administradores de fondos de pensiones resultan importantes, debido a que se basan en que el profesional experto en inversiones ponga en práctica todos los medios idóneos para salvaguardar los intereses de los afiliados. Caso contrario, se le imputará responsabilidad al no haber cumplido con los criterios de diligencia que refleje buena fe, prudencia, cuidado y destreza, de una persona diligente en cumplimiento de las obligaciones tipificadas en el Título VI y del Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones.

Por tanto, el cumplimiento de la norma es una responsabilidad continua para lo cual el administrador de fondos de pensiones debe mantener un rol activo que implemente las mejores prácticas, y evaluar el performance del Fondo de Inversión. En ese sentido, a fin de cumplir con los lineamientos de diligencia en el marco de su deber fiduciario, deberán cumplir con las obligaciones derivadas del Título VI del Compendio de Normas del SPP, el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, las mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo; y además propiciar la adopción de ellas a los Órganos de Gobierno que ejerzan el cargo.

Por otro lado, con el fin de excluirse de responsabilidad, el administrador de fondos de pensiones al contar con mayor información le resulta más sencillo y menos oneroso probar la diligencia en su actuar. Por lo cual deberá probar que actuó diligentemente empleando los medios necesarios, debido a que lo relevante en el cumplimiento de esta obligación es que haya tomado todas las precauciones razonablemente necesarias a fin de cumplir con el estándar de debida diligencia de los Administradores de Fondos de Pensiones.

CONCLUSIONES

1. El Sistema Privado de Pensiones, conocido como Sistema de Capitalización Individual, fue creado en noviembre de 1992 mediante Decreto Ley N° 25897. La Ley del Sistema Privado de Pensiones (SPP) conjuntamente con el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N° 054-97-EF) y Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N° 004-98-E), establecen que el SPP es administrado por el sector privado a través de las AFP y la función de supervisión está a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.
2. El funcionamiento del SPP se basa en la inversión en un activo de las cotizaciones que aporta cada individuo, el mismo que genera una rentabilidad; y llegada la edad de jubilación, los trabajadores recibirán una pensión que se pagará tomando como base las cotizaciones que realizaron y la rentabilidad que han generado.
3. El objetivo de la gestión de inversión es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo de cada portafolio, ampliar la flexibilidad en las inversiones, multifondos, políticas de inversiones y *benchmarking and performance attribution analysis*. Asimismo, las AFP deberán realizar una eficiente gestión en el proceso de inversión e implementar las mejores políticas de inversión y riesgos aplicadas sobre los fondos de pensiones de los afiliados; así como también, las mejores prácticas aplicadas en el Sistema Privado de Pensiones. Dichas mejores prácticas incluyen el uso de códigos de ética, la capacidad profesional, el adecuado manejo de conflictos de interés, el monitoreo de las transacciones “*market watch*”, el establecimiento de prácticas prohibidas en la negociación, la eficiencia en el costo de las inversiones, las mejores prácticas de negociación, entre otros.
4. El Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, establece que la Gerencia Integral de Riesgos, es un proceso

efectuado por el directorio, la gerencia y el personal aplicado a toda la empresa y en la definición de su estrategia. Ella se encuentra diseñada para identificar potenciales eventos que puedan afectarla, gestionar los de acuerdo a su apetito por el riesgo y proveer una seguridad razonable, para lo cual deberá adoptar las medidas necesarias de acuerdo a su actividad.

5. La gestión de riesgos de inversión, busca las mejores prácticas en la estructura de gestión de los fondos de pensiones y la reducción de los conflictos de interés, por lo cual, las AFP deben identificar, medir, analizar, monitorear, controlar, informar y revelar los riesgos de inversión a que puedan estar expuestas las Carteras Administradas. En ese sentido, el objetivo de la gestión de riesgos de los fondos administrados es administrar prudentemente los recursos de los afiliados con el fin de obtener un rendimiento ajustado al riesgo de acuerdo al perfil objetivo de cada Cartera Administrada. Este objetivo se basa en contribuir en la construcción del portafolio con la finalidad de buscar un adecuado equilibrio en términos de riesgo y retorno, apoyar en la generación de valor para el afiliado buscando un eficiente *capital allocation*, velar por el cumplimiento de las obligaciones fiduciarias de acuerdo con los criterios establecidos en la Política de Inversiones, minimizar el impacto negativo de incumplimientos de pago de emisores e instrumentos, y asegurar el cumplimiento de las normas legales vigentes en el proceso de administración de fondos.

6. El Gobierno Fiduciario implica el cumplimiento de los más altos estándares profesionales en la gestión de las inversiones y riesgo aplicable a administradores. En cumplimiento del Artículo 21-B del TUO, en su condición de inversionistas institucionales, deben las AFP cumplir con un actuar diligente, respetando la normativa vigente aplicable a las inversiones de cada Fondo y diversificar las inversiones de manera que el riesgo del portafolio se mantenga de acuerdo a los objetivos de cada Fondo. Incluso, debe implementar las mejores prácticas. Los elementos básicos que conforman el Gobierno Fiduciario se basan en la utilización de *benchmarks*, *strategic asset allocation*, *tactical asset allocation*. Asimismo, mecanismos

ante daños y perjuicios por prácticas prohibidas como mejores prácticas de negociación e inversiones, mejores prácticas en la medición, el manejo de riesgos y las obligaciones fiduciarias que mitigan los conflictos de interés y riesgo moral.

7. El patrimonio que emiten las AFP es administrado por la sociedad gestora, a la cual se le atribuye el dominio sin ser propietaria del Fondo, y se materializa en activos financieros que se encuentran custodiados por las entidades depositarias, que tienen por objeto exclusivo la adquisición, autotutela, control y vigilancia con respecto a la sociedad gestora, con el fin de garantizar la transparencia y seguridad de los partícipes.
8. El Reglamento de Sanciones no contiene una tipificación respecto cuál es el nivel de diligencia que deben cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario. No obstante, el Título VI y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, tipifica las obligaciones que deben cumplir en base a mantener un sistema de monitoreo interno activo.
9. Se vislumbra la problemática que existe en el desconocimiento de los criterios de debida diligencia por parte de las AFP al no efectuar un adecuado proceso de evaluación de las inversiones conforme lo señalado en la normativa.
10. La Resolución SBS N° 3576-2012 y la Resolución SBS N° 7356-2012 basadas en la sanción a AFP Integra, y la Resolución SBS N° 12082-2011 y la Resolución SBS N° 2191-2012 en la sanción a AFP Prima sanciona a las AFP por haber incumplimiento la regulación tipificada en el Título VI respecto al incumplimiento del monitoreo interno de las inversiones del Fondo Transandino Perú.
11. Para que sea exigible los estándares de responsabilidad fiduciaria, en el marco del *due diligence* que deben seguir las AFP se debe adaptar la

doctrina del *common law*, la cual contiene criterios definidos sobre el deber fiduciario mediante presupuestos regulatorios y dispositivos de protección de mercado, por el contrario, el civil law no lo detalla. En ese sentido, se adopta la doctrina de Estados Unidos y Reino Unido al no encontrarse regulado en la doctrina nacional el estándar de diligencia que debe cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario, establecido bajo la regla del *Prudent Investor*.

12. La dinámica del funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones se basa en el fideicomiso, en el cual el empleador “fideicomitente” otorga el fondo de pensión y sus ganancias a uno de los Administradores de Fondos de Pensiones “fiduciario”, todo ello en beneficio de los empleados “fideicomisario” o beneficiario. De esta manera, las AFP cuentan con el título legal de los activos del fondo, es decir, el poder sobre la inversión y gestión de los activos. Al actuar como fiduciarios, sus deberes a cumplir se encuentran vinculados a los deberes fiduciarios.
13. En Estados Unidos, los deberes fiduciarios a cumplir por los administradores de fondos tienen inicio en 1830 con el caso de la Corte Suprema de Massachusetts, con el caso *Harvard College v. Amory*, al establecer el “*prudent-man rule*” o regla del hombre prudente. En Reino Unido, con la Ley General aplicable a los administradores de fondos “*The Trustees Act of 1925*” y la ley específica de la estructura del sistema de pensiones, la cual se encuentra en *The Pensions Security Act 1993* y *The Pension Act 1995*. Asimismo, se encuentra restringida por el *Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* o “*The Investment Regulations*”.
14. Bajo el “*Prudent Man Rule*” de la regulación del manejo de fondos de pensiones de Estados Unidos y Reino Unido, el fiduciario debe actuar con la prudencia y diligencia respecto a la gestión del fondo de pensiones y sus activos, mantenerse imparcial en la toma de decisiones y buscar el mejor interés de los beneficiarios. Es decir, el mejor interés financiero, para lo cual

deberá tomar una decisión de inversión que brinde el mejor retorno para los beneficiarios, considere la relación del riesgo en la inversión, y mantenga la perspectiva del rendimiento de inversión. No obstante, este estándar fue considerado como conservador al aplicar una evaluación aislada de la prudencia en cada inversión en lugar de ver la cartera como un todo. Incluso, se consideró que la regla del hombre prudente expone al fondo fiduciario a una inflación considerable al riesgo, la cual se encuentra correlacionada con el retorno y el riesgo no sistemático. Por ello, debido a las críticas realizadas al *Prudent Man Rule* se comenzó a realizar una reforma basada en la teoría de la cartera moderna.

15. Se crea la regla del “Prudent Investor” en Estados Unidos en *US Employee Retirement Income Security Act of 1974* (“ERISA”), y en Reino Unido, en base a *UK Pensions Act 1995*. El cumplimiento de la norma es una responsabilidad continua, orientada al comportamiento en lugar del resultado. Este comportamiento es comparado con el de una persona experta en inversiones y no como una persona ordinaria. Es así que se incorporan los deberes y obligaciones que debe cumplir un fiduciario experto con respecto al fideicomiso o fondo, en el estándar del “*prudent expert*” para Estados Unidos o “*ordinary man of business*” en Reino Unido.
16. Tanto en Estados Unidos como en Reino Unido, los administradores de fondos delegan algunos aspectos de las decisiones de inversión a los gestores de fondos mediante el *Investment Management Agreement*; por lo cual, ambos se encuentran bajo la obligación de mantener una inversión prudente, ya que mantienen una obligación fiduciaria directa.
17. La regla del “*prudent investor rule*” no exige a los Administradores de Fondos de Pensiones evitar el riesgo sino realizar una gestión prudente del riesgo. Además, según el *Restatement (Third) of Trusts (1992)* y *Uniform Prudent Investor Act* el fiduciario debe manejar la cartera con una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el fideicomiso. Por ello, el fiduciario debe contar con una

estrategia de inversión diseñada razonablemente para lograr los objetivos, Por lo cual, deberá tener en cuenta el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia asociada con la inversión. Además, implementar mecanismos de *compliance* en base al *Prudent Investor Rule*.

18. El “*prudent expert principle*” de la regulación de Estados Unidos y Reino Unido indica que la decisión realizada por el administrador de fondos de pensiones debe mantener altos estándares de conducta. En otras palabras, deberá actuar como una persona experta en inversiones “*prudent investor rule*” en lugar de compararlo con una persona ordinaria “*prudent man*”. El experto en inversiones debe actuar con razonable cuidado y destreza. Además, es importante mencionar que el término “prudencia” es interpretado según los lineamientos de la economía financiera, es decir, el administrador deberá diversificar el portafolio y maximizar la rentabilidad ajustada al riesgo.

19. Adicionalmente, los Administradores de Fondos de Pensiones, en el desempeño de sus funciones, y su actuar prudente como un experto en inversiones, debe tener conocimiento y experiencia en todos los aspectos de la administración del plan o confiar en expertos externos. De este modo, los criterios de un actuar diligente se encuentra circunscrito en que los administradores internos o representantes en las Asambleas deben cumplir con las calificaciones requeridas de administración financiera y experiencia, ya que ellos pueden oponerse o mostrarse de acuerdo a las decisiones propuestas por los Gestores de los Fondos. Asimismo, deben asegurar que la toma de decisión realizada sobre las inversiones de los fondos de pensiones sea beneficiosa para los beneficiarios y cumpla con los estándares de debida diligencia. Por otro lado, deberán hacer ajustes a la cartera cuando lo considere, investigar cuidadosamente las oportunidades, cumplir con lo establecido en las Políticas de Inversión, y obtener la información relevante y necesaria antes de tomar una decisión, todo ello en el marco del cumplimiento de su debida diligente. En ese sentido, los actos de *non-compliance* son indicadores de un proceder negligente.

20. Según el “*prudent investor rule*”, se configura la responsabilidad del deber fiduciario frente a los beneficiarios por el daño o pérdida resultante, por cualquier pérdida ocasionada por actos u omisiones por parte de los representantes de las administradoras de fondos que, en el ejercicio de sus funciones, pudieron haber impedido la generación de pérdidas al no haber realizado los actos necesarios de acuerdo a un ejercicio en base a la buena fe, y a un actuar de cuidado, destreza, y diligencia de una persona prudente experta en inversiones en circunstancias similares.
21. El vínculo jurídico que existe entre las AFP y los beneficiarios emana de la relación obligacional de velar por la defensa de los derechos que corresponden a los beneficiarios, con independencia de los intereses de las AFP. El incumplimiento de la obligación preexistente de mantener un adecuado sistema de control interno tipificado en el Título VI y en el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones delimita lo que debe cumplir un experto en inversiones de fondos de pensiones en cumplimiento del estándar de *due diligence* o debida diligencia, en el marco del deber fiduciario tipificado en el artículo 21-B del TUO. Además, un sistema de responsabilidad subjetiva por culpa al incumplir el *due diligence* de verificar que la selección de inversión se realice con el debido cuidado, destreza y diligencia de una persona tiene conocimientos en las inversiones de los fondos de pensiones.
22. El control del sistema interno de la inversión, con el fin de lograr mitigar los riesgos de inversión, no se basa en participar en las decisiones de inversión e involucrarse directamente en la gestión de las empresas que conforman el fondo de inversión, si no en que denote preocupación y monitoreo permanente de las inversiones. En ese sentido, los Administradores de Fondos de Pensiones, en base al *due diligence* deben realizar un monitoreo activo, un comportamiento que vislumbre más allá de la verificación. En otras palabras, deberán participar en las decisiones de inversión e involucrarse directamente en la gestión de las empresas que conforman el

fondo de inversión, si no en que denote preocupación y monitoreo permanente de las inversiones.

23. Por ello, el Administrador de Fondos de Pensiones se encuentra obligado respecto a la observancia de un estándar o un modelo de conducta (obligaciones de prudencia y diligencia) el cual se rige bajo la verificación de que la selección de inversión se realice con el debido cuidado, destreza y prudencia de una persona diligente que tiene conocimientos del sistema pensiones, y no si la inversión tiene éxito o fracasa. Dicho actuar se analiza desde el momento en que tuvo conocimiento, o por medio de la práctica debió conocer los hechos, debido a que el Administrador de Fondos de Pensiones es responsable de supervisar la idoneidad de las inversiones, proteger las inversiones a través del *proxy voting*, participar en diálogos y otras estrategias.
24. De este modo, la obligación de *due diligence* por las AFP deriva de la inacción de no emplear los mecanismos adecuados y necesarios para monitorear las inversiones y mitigar los riesgos de inversión al no identificar y analizar la deficiencia del control de gestión de la SAFI. Es decir, al no haber realizado los mejores esfuerzos que realizaría una persona razonable, en el mismo tipo de circunstancias, no si la inversión tuvo éxito o fracasó. En ese sentido, incurre en culpa leve según el artículo 1320 al no cumplir con la obligación de monitorear activamente las inversiones de los fondos de pensiones que se encuentran tipificadas en el Título VI. Es decir, realizar los mejores esfuerzos, los cuales implican poner en práctica los mecanismos adecuados y necesarios para realizar un monitoreo efectivo de las inversiones en cumplimiento de la normativa vigentes, y los documentos referidos a las mejores prácticas. Por ello, deberá disponer de las herramientas necesarias para realizar lo siguiente: i) supervisar la gestión de la administradora, ii) evaluar los potenciales conflictos que se presenten en las inversiones realizadas por el administrador, iii) verificar que las inversiones se efectúen conforme los criterios de diversificación, límites y requerimientos establecidos en el

Reglamento de Participación, y iv) participar en el proceso de toma de decisiones en el Comité de Vigilancia como en la Asamblea de Participes.

25. Los mecanismos por los cuales las administradoras de fondos de pensiones pueden delimitar cuáles son los criterios de debida diligencia en su responsabilidad de monitorear adecuadamente las inversiones, se basa en las actividades relacionadas al proceso de inversión requieren una efectiva regla de *due diligence*, la cual debe realizarse siguiendo los estándares razonables de conducta, y en base a la mejor ejecución de un experto en inversiones, así como también, a un manejo del riesgo diligente.
26. El estándar de actuación de las AFP en carácter fiduciario de los fondos de pensiones, corresponde a un actuar diligente en el que debe cumplir los siguientes parámetros: i) emplear una investigación apropiada del manejo de las inversiones, ii) actuar como una persona experta en inversiones, e iii) implementar mecanismos en el manejo del riesgo del fondo.
27. Como primer criterio se encuentra el contar con mayor información para tomar las precauciones que conllevan un nivel óptimo de desenvolvimiento de la actividad, es decir, implementar mecanismos de mejores prácticas en la estructura de gestión de los fondos de pensiones y la reducción de los conflictos de interés. De esta manera, las AFP deben juzgar la calidad y la integridad de la información inicial obtenida, y a partir de ello decidir sobre la decisión de la necesidad de realizar más verificaciones, o investigaciones para así adoptar una estrategia de inversión e implementar mecanismos de *compliance* que permitan velar por el interés del beneficiario. En ese sentido, una investigación diligente se lleva a cabo antes y durante el proceso de inversión. Por lo cual las AFP deben investigar cualquier sospecha, inexactitud, ocultamiento, apropiación indebida, negligencia, incompetencia, violación a las reglas o normas, así como cualquier otra irregularidad. Es decir, cualquier situación u acto que la AFP observe sea contradictorio, no cuente con un sustento razonable o carezca de

documentación, deberá ser investigado.

28. Al respecto, la resolución del caso Transandino Perú delimita que las AFP deben revisar la información financiera auditada y no auditada, investigar las oportunidades, obtener información relevante y necesaria, al tomar una decisión que sea beneficiosa para los afiliados, entre otros. Por tanto, la labor de las AFP en el Comité de Vigilancia es fundamental al evaluarse en ellas cualquier impacto respecto al Fondo, la situación de las empresas, el cumplimiento del Reglamento de Participación. Además, deberán las AFP establecer en las Actas de los Comités de Vigilancia aspectos que evidencien el cumplimiento del *due diligence*. Por otro lado, en el marco de investigar la prudencia de una inversión, las AFP deben supervisar que los gestores de fondos revelen la información relevante con respecto al Fondo. En caso el gestor de fondos se niegue a brindar la información, la AFP deberá exigir el cumplimiento del contrato o en todo caso realizar el retiro de sus inversiones en dichos Fondos.
29. Como segundo criterio encontramos q que las AFP deben contar con expertos con habilidades específicas en el manejo de los activos, es decir, una persona experta en inversiones y no una persona ordinaria. Por tanto, deberá tener conocimientos en adquisiciones, real estate, crédito, venture capital e infraestructura. Además, deben contar con un conjuntos de habilidades (primaria, secundaria, co-inversión, crédito y legal). Asimismo, los expertos también necesitan soluciones tecnológicas que puedan ayudar a llevar a cabo la diligencia de forma más eficaz, estructurada e informada. Por tanto, deberán contar con los requisitos de recursos humanos y tecnológicos más importantes necesarios para los inversores.
30. En la misma línea, debe contar con un experimentado Comité de Inversiones, debido a que son los encargados de asegurar la consistencia de la selección de la inversión y la creación de un portafolio equilibrado y estratégico. En ese sentido, las AFP deben ser no solo diligente si no también contar con la destreza de una persona que tiene conocimiento, y

experiencia en el desempeño de las inversiones de fondos de pensiones. Esta destreza o pericia implica contar con el conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada actividad o profesión. Por otro lado, al ser representantes en las Asambleas de Partícipes pueden oponerse o mostrarse de acuerdo a las decisiones propuestas por los gestores de los fondos. Por lo cual, en caso no cumplan con los conocimientos y experiencia en todos los aspectos de la administración del fondo, deberán confiar en expertos externos.

31. De esta manera, la actividad que realiza una persona experta en inversiones implica que tenga conocimiento y experiencia en todos los aspectos de la administración del Fondo. Para ello deberá cumplir con las obligaciones emanadas de la normativa y los documentos referidos a mejores prácticas. En el caso en concreto la normativa referente a un actuar diligente, como parte de su responsabilidad fiduciaria, es decir, el artículo 21-B del TUO, el Título VI y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos.
32. Como tercer criterio se encuentra el implementar mecanismos de manejo del riesgo del fondo. De esta manera, deberá contar con una estrategia de inversión que tenga en cuenta el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia asociada con la inversión e implemente mecanismos de *compliance*. Además, establezca objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el Fondo. Ello debido a que la gestión de riesgos implica evaluar el riesgo de liquidez, riesgo de integridad, riesgo operacional, transparencia limitada, debilidad en la valorización, cuestiones de control, conflictos de interés. Por tanto, no se le exige a los administradores de fondos evitar el riesgo sino realizar una gestión diligente del riesgo que implemente una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y retorno razonablemente adecuados, y mantener una tolerancia a la volatilidad; en otras palabras, que implemente mecanismos de *compliance* y se encuentre diseñada con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el Fondo.

33. En conclusión, las AFP deben adoptar los medios necesarios para evitar el riesgo de generar un perjuicio en los activos de los afiliados con el fin de tomar las precauciones necesarias, al encontrarse ellas en mejor posición de obtener información sobre los acontecimientos alrededor del Fondo al ser miembros del Comité de Vigilancia.
34. Los medios necesarios a implementar por las AFP con el fin de proteger los intereses de los afiliados y lograr un óptimo monitoreo parten de implementar la función preventiva, la cual implica establecer un nivel de prevención y minimizar el costo de los accidentes y la probabilidad de generar daño. Por tanto, el incurrir en mayor costo de precaución por parte de las administradoras de fondos de pensiones reduce la probabilidad de ocasionar un daño a los afiliados con respecto a sus activos en el fondo, así como también, la probabilidad de que ocurra. De esta manera, al contar con la mayor información para tomar las precauciones que conllevan un nivel óptimo de desenvolvimiento de la actividad, debe implementar mecanismos de mejores prácticas en la estructura de gestión de los fondos de pensiones y la reducción de los conflictos de interés.

BIBLIOGRAFIA

Libros:

- ALI, Paul y YANO, K
2004 Eco-Finance. The Hague: Kluwer Law international.
- ALPA, Guido
2001 Estudios sobre la responsabilidad civil, Lima: ARA.
- BULLARD GONZALES, Alfredo.
2009 Derecho y Economía. Segunda edición. Lima: Palestra Editores.
- BUSTAMANTE, Jorge
1997 Teoría General de la Responsabilidad Civil. Quinta Edición. Buenos Aires: Editorial Abeledo Perrot.
- CABANILLAS, Antonio.
1993 Las obligaciones de actividad y de resultado. Barcelona: Bosch.
- DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando.
2001 La responsabilidad extracontractual. Tomo II. Sétima edición. Lima: Fondo Editorial de la PUCP.
- DEL GUERCIO, Diane
1996 The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments. Chicago: Journal of Financial Economics.

- DIEZ PICAZO, Luis.
2002 Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. 5ta. edición. Volumen II. Madrid: Civitas,.
- ESPINOZA Espinoza, Juan.
2005 Derecho de la Responsabilidad Civil. 3a ed. Edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- JOSSERAND, Louis
1952 Derecho Civil. Tomo II, Volumen II,. Buenos Aires: Bosch y Cía.
- LEÓN BARANDIARAN, José
1956 Comentarios al Código Civil Peruano. Obligaciones, Tomo II. Buenos Aires: Ediar Editores.
- LEÓN HILARIO, Leysser.
2007 La Responsabilidad Civil, líneas fundamentales y nuevas perspectivas. 2da. Edición. Lima: Jurista Editores.
- LOPEZ, Joaquín
1999 Los fondos de inversión. Editorial S.L. – Dykinson.
- MENGONI, Luigi
1954 Obbligazioni di “risultato” e obbligazioni di “mezzi”. F. Vallardi.
- OSTERLING, Felipe
1967 Inejecución de las obligaciones contractuales en el Código Civil peruano de 1963: a indemnización de daños y perjuicios. Lima: Pontifica Universidad Católica del Perú.

1988 Las obligaciones, volumen VI. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

TABOADA, Lizardo.

2013 Elementos de la responsabilidad: comentarios a las normas dedicadas por el código civil a la responsabilidad civil contractual y extracontractual” . Lima: Grijley.

ULEN, Thomas y COOTER, Robert

2016 Law and Economics. Sexta edición. Massachusetts: Addison-Wesley

VALSECCHI, Emilio

1947 Responsabilità oggettiva aquiliana e caso fortuito. Diritto Commerciale, Padova, numero I.

WAYAR , Ernesto.

1990 Derecho Civil. Obligaciones. Tomo I. Buenos Aires: Ediciones Depalma.

Artículos de revistas y obras colectivas:

AFONOGLU, Gokhan

2010 “Due diligence on alternative investments: An institutional Investor’s Perspective”. *The Wharton School*, University of Pennsylvania, pp. 3.

BARCHI, Velaochaga

2000 “Responsabilidad civil en la atención médico-quirúrgica de emergencia”. *Gaceta Jurídica*. Lima Año 6, No. 22, pp. 40.

- BIANCA, Massimo
2001 “La negligencia en el derecho civil italiano”. En: ALPA, Guido. *Estudios sobre la responsabilidad civil*, Lima: ARA pp. 348-349, 348-349, 354-355, 365.
- BLANCO, Lourdes
2014 “Obligaciones de medios y obligaciones de resultado: ¿Tiene relevancia jurídica su distinción?”. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, pp. 52-74, 53, 54, 55, 56, 63
- BURGER, Robert y MULLEN Williams
2005 “Fiduciary Litigation: Damage”. Consulta: 15 de enero de 2017. http://www.williamsmullen.com/sites/default/files/wm-url-files/Burger%20-%20Fid%20Lit%20Outline%20-%20Handout%20_2012_.pdf.
- CALABRESI, Guido
1996 “Acerca de la causalidad y la responsabilidad extracontractual: Un ensayo en homenaje a Harry Kalven, Jr”. Revista Themis, Lima, número 33. En: ALPA, Guido. *Hipótesis de la responsabilidad civil de nuestro tiempo*. Estudios sobre la responsabilidad civil, Lima: ARA, Año 2001, pp. 197.
- CÁRDENAS, Juan José
2002 “La importancia de la regulación para el desarrollo de los Fondos de Inversión en el Perú: Algunos apuntes a raíz de las recientes modificaciones a la Ley de Fondos de Inversión”. *Revista Themis*, número 66. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, p. 212, 217.

CASTILLO Freyre, Mario

2002 “Sobre las obligaciones y su clasificación”. *Revista lus et veritas*, número 24. Lima: Pontifica Universidad Católica del Perú, p. 172, 175.

CENTER FOR INTERNATIONAL ENVIRONMENTAL LAW

2016 “Trillions Dollar Transformation: Fiduciary Duty, Divestment, and Fossil Fuels in an era of Climate Risk”, pp. 20-21, 25

CHABAS, Francois

2012 “La culpa como fundamento de la responsabilidad civil en el derecho francés”. Universidad Santo Tomas. Facultad de Derecho. *Revista IUSTA*, número 36, Colombia: Universidad Santo Tomas, pp. 159.

CHARITY COMMISSION FOR ENGLAND AND WALES

2016 “Due diligence, monitoring and verifying the end use of charitable funds”. Consulta: 04 de enero de 2017
<http://www.ukcommunityfoundations.org/wp-content/uploads/2017/01/Use-of-Charitable-funds-Due-diligence-monitoring-Guidance.pdf>.

CLAIM ARISING A BREACH OF A FIDUCIARY DUTY

s/f Consulta: 06 de enero de 2017.
<http://www.ncbusinesslitigationreport.com/uploads/file/Judge%20Ervin%20Breach%20Fiduciary%20Duty.pdf>.

CLARK, Gordon L

2011 “Fiduciary duty, statute, and pension fund governance: the search for a shared conception of sustainable investment”. *Fiduciary duty and governance*, Oxford University, pp. 12-13, 17

COGGBURN, Jerrell y REDDICK, Christopher

2007 “Public Pension Management: Issues and Trends, *International Journal of Public Administration*”, pp. 1002.

COMISION ASESORA PRESIDENCIAL SOBRE EL SISTEMA DE PENSIONES

2015 “Informe Final”. Comisión Presidencial Pensiones, *Chile*, pp. 159-161, 124.

COOTER, Robert y FREEMAN, Bradley

1991 “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”. *New York University Law Review*, pp. 1047, 1048, 1056

CORNEJO, Ángel.

1938 “Código Civil, Exposición sistemática y comentario”. Tomo II, *Derecho de Obligaciones*, Volumen 1, numero 195, pp. 268

CORSARO, Luigi.

2003 “Tutela del danneggiato e responsabilità civile”. Milán: Dott. A. Giuffrè Editore. p. 126. “La responsabilità civile” En: FERNÁNDEZ Cruz, Gastón. *De la culpa ética a la responsabilidad subjetiva. El mito de Sísifo? Revista Themis*. Número 50. Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, pp. 238

CRESPO, Carmen.

2013 “Las obligaciones de medios y de resultado de los prestadores de servicios en el DCFR”. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, pp. 8, 9-10, 13, 25.

DOL PUBLICATION

2012 “Meeting Your Fiduciary Responsibilities,”. U.S. Department of Labor. Employee Benefits Security Administration. Consulta: 06 de enero de 2017
<https://www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/publications/meetingyourfiduciaryresponsibilities.pdf>

ECONOMIC ANALYSIS OF ALTERNATIVE STANDARDS OF LIABILITY IN ACCIDENT LAW.

s/f Consulta: 06 de Enero de 2017.
<https://cyber.harvard.edu/bridge/LawEconomics/neg-liab.htm>

ESCUDERO, Melvin

2006 Multifondos: El modelo peruano. Seminario Internacional FIAP (diapositivas) pp. 2

2009 “Garantías de Rentabilidad”. En: *Seminario Internacional. El futuro de las pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual*. Universidad del Pacifico, Lima. Capitulo III. Regulación de Inversiones, pp. 138-139, 140, 143

FEDERAL REGISTER

2016 “Department of Labor: Employee Benefits Security Administration”. *Rules and Regulations*. Volumen 81, numero 68, pp. 20946

FERNÁNDEZ, Gastón.

2001 “Las transformaciones funcionales de la responsabilidad civil: la óptica sistémica. Análisis de las funciones de incentivo o desincentivo y preventiva de la responsabilidad civil en los sistemas del civil law”. *Revista Ius Et Veritas*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, número 22, pp. 28, 30

2005 “De la culpa ética a la responsabilidad subjetiva. El mito de Sisifo?”. *Revista Themis*. Número 50, Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, pp. 151, 240, 241, 244, 253.

2004 “El deber accesorio de diligencia y la responsabilidad derivada del incumplimiento en las relaciones obligatorias”. En: *Negocio jurídico y responsabilidad civil: Estudios en memoria del profesor Lizardo Taboada Córdova*. Lima: Grijley, pp. 149

FELDMAN, Allan

2002 “The Hand Rule and United v. Carroll Towing Co. Reconsidered”. *Brown University*. Department of Economics Working Paper, número 27, pp. 523

- FLORES, Wilmer.
2014 “La administración de fondos privados de pensiones y las crisis financieras: caso Perú 1993 al 2013”. *Universidad Nacional Mayor de San Marcos*, Lima, pp. 61, 85
- FRAGA, Francisco
1991 “Obligaciones de medios y de resultado (a propósito de alguna jurisprudencia reciente)”, *Anuario de Derecho Civil*, número 1, pp. 7-8, 9, 25-26, 31.
- FRANZEN, Dorothee
2010 “Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds”, OECD, *Working Papers on Insurance and Private Pensions*, número 38, pp. 25, 50, 53
- FURBUSH, David y CARTMELL, Nathaniel
2009 “Pension Plan Fiduciary: When is there a duty to investigate? Bloomberg Law Reports. Employee Benefits. pp. 1, 2.
- GARCÍA, Juan Carlos
2015 “La responsabilidad civil médica en el Perú: aspectos básicos”. *Lex & Iuris*, Lima, pp. 32.
- GARZÓN, Daniel y PARADA, David
2015 “Las obligaciones de medio y de resultado y su incidencia en la carga de la prueba de la culpa contractual”. Bogotá: *Universidad de Bogotá*, pp. 252, 253.
- GALER, Russell
2002 “Prudent Person Rule: Standard for the investment of pension fund assets”. OECD, *Financial Market Trend*, número 83, pp. 50 -51, 51, 60

- HAWLEY, James, JHONSON, Keith y WAITZER, Ed.
 2011 “Reclaiming Fiduciary Duty Balance”. *Rotman International Journal of Pension Management*, volumen 4, número 2, pp. 10.
- JONES, David y ZIGA, Kathleen
 s/f “ERISA Fiduciary Responsibility and Liability”. *Dechert*, pp. 8, 16
- KUTCHER, Robert
 2005 “Breach of Fiduciary Duties”. En: GEORGEHEAD, Ann. y OTROS. “*Business Torts litigation*”. Chicago: American Bar Association, pp. 14, 17
- KOENING, Michael, FITCH, Natalie, KATIRA, Tarang, LANE, Hamilton
 2016 “Private Equity Fund Investment Due Diligence”. *Private Equity International*. Hamilton Lane, pp. 3-4, 4.
- KOROBOV, Vladimir, WEISH, Adian y BRYNICZKA, Peter
 2015 “Hedge Funds and Private Equity Funds: What They Are, How They Operate, How to Value, and What Every Matrimonial Attorney Should Know About Them”. *Connecticut Lawyer*. Volumen 25, numero 9, pp.18
- LANGBEIN, John
 2005 “Questioning the Trust Law Duty of Loyalty Sole Interest or Best Interest?”. *Center for Law, Economics and Public Policy*. Yale Law School, pp. 990

LANGBEIN, Jhon & POSNER, Richard

1977 “Market Funds and Trust-Investment Law”. *Legal Scholarship Series*. Yale Law School, pp. 24.

LAW COMMISSION

2014 “Fiduciary Duties of Investment Intermediaries”. *The Law Commission*, numero 350, pp. 24, 62

LEÓN, Leysser y FERNÁNDEZ, Gastón

2005 “La reedificación conceptual de la responsabilidad extracontractual objetiva”. *Revista de la Facultad de Derecho PUCP*, Lima, número 58, pp. 10, 16-17, 18.

LINDLEY, Trey “Breach of Fiduciary Duty: Causes of Action and Defenses”.

s/f Consulta: 06 de enero de 2017
<http://lindleylawoffice.com/docs/Ch.-VII-Breach-of-Fiduciary-Duty-Causes-of-Action-and-Defenses-65pages.pdf>.

MANGIERO, Susan y POE, Alexandra

2012 “ERISA Pension Plans: Due Diligence for Hedge Funds and Private Equity Funds” [diapositivas]. Material de enseñanza. New York: Strafford, pp. 26

MENDIOLA, Alfredo

2013 “Análisis del Sistema Privado de Pensiones: propuesta de reforma y generación de valor”. Universidad ESAN, Lima, pp. 17, 164

MONATERI, Pier

2001 “Hipótesis de la responsabilidad civil de nuestro tiempo”.
En: ALPA, Guido. *Estudios sobre la responsabilidad civil*,
Lima: ARA, pp. 108-109, 115, 116-117.

MORALES HERVÍAS, Rómulo.

2004 “La responsabilidad en la norma jurídica privatística a
propósito de la responsabilidad por incumplimiento de
obligaciones y de la responsabilidad civil (aquiliana o
extracontractual)”. En: ESPINOZA ESPINOZA, Juan (a cura
di). *Responsabilidad Civil*. Lima: Palestra, pp. 305-346.

OJEDA, Luis Fernando

2011 “La Cupa in contrahendo y la responsabilidad
precontractual en el código civil”. Tesis. Lima: Pontificia
Universidad Católica del Perú. Maestría en Derecho con
mención en derecho civil, pp. 21

OSTERLING, Felipe

1988 “Las Obligaciones”. Fondo Editorial de la Pontificia
Universidad Católica del Perú, Lima, 1988. En Fernández,
Gastón. *El deber de diligencia en las relaciones
obligatorias*, pp. 150

OSTERLING, Felipe y CASTILLO, Mario

2014 “El tema fundamental de las obligaciones de medios y de
resultados frente a la responsabilidad civil”.
En: Fernández, Carlos y otros. Fernández. *Estudios críticos
sobre el código civil: análisis crítico y actual de sus bases
dogmáticas y de su aplicación práctica*. Lima: Gaceta
Jurídica. pp, 477, 483, 488.

PANCOAST, Abigail

2010 “ERISA Fiduciary Responsibilities : A Primer for Plan Sponsors”, *Lincoln National Corporation*, pp. 1, 2, 3, 7

PROFUTURO AFP

2011 “Gestión de Riesgos”. Memoria Anual, pp. 37

RABAT Celis, Juan Diego

2015 “Civil Law y Common Law ¿Son tan distintos?” *Revista del Abogado*, número 65 , pp.24

RICHARDSON, Benjamin

2007 “Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?”. *Banking and Finance Law Review*, pp. 149, 150, 151, 154, 159, 165,170, 173, 153-154.

ROE, Mark.

2006 “Legal Origins and Modern Stock Markets”. *Harvard Law School*. John M. Olin Center For Law, Economics, And Business.
http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_563.pdf.

RUCE, Philip

2012 “The trustee and the prudent investor: the emerging acceptance of alternative investments as the new fiduciary standard”. *South Texas Law Review*, volume 53, número 4, pp. 662 - 664, 686.

SANDERS, William

2014 “Resolving the Conflict Between Fiduciary Duties and Socially Responsible Investing”. *Pace Law. Review*. pp,

569, 572

SANZ, Abraham

2000

“El concepto jurídico de responsabilidad en la teoría general del derecho”. Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, número 4, pp. 30, 50

SHAIN, Randy

2008

“Hedge Fund Due Diligence: Professional Tools to Investigate Hedge Fund Managers.” Hoboken, NJ, USA: Wiley. <http://site.ebrary.com/lib/esan/Doc?id=10225413&ppg=28>.

SHAVELL, Steven

2004

“Foundations of Economic Analysis of Law”. Belknap: Harvard University Press, pp. 178.

SCHNASE, Lorna

2013

“An Investment adviser’s fiduciary duty”, pp. 01

SCHANZENBACH, Max

2007

“Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?”. *Journal of Law and Economics*: University of Chicago, pp. 683, 684

SCHANZENBACH, Max y SITKOFF, Robert

2005

“Did reform of prudent investor laws change trust investment practices?”, pp. 5, 8.

2017

“The Prudent Investor Rule and Market Risk”. *Journal of Empirical Legal Studies*. Volumen 14, numero 1, pp. 136.

SCHYDLOWSKY, Daniel

2014 Agilización del Proceso de Inversión de los Fondos de Pensiones. (diapositivas), pp. 2

STEWART, F. and J. Yermo

2008 "Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, número 18, p. 26

THE ROBBINS COLLECTION

2010 "The Common Law and Civil Law Traditions". Consulta: 05 de enero de 2017 <https://www.law.berkeley.edu/library/robbins/pdf/CommonLawCivilLawTraditions.pdf>

TRIMACHI, Pietro

1994 "Sobre el significado económico de los criterios de responsabilidad contractual". *Revista Themis*. Lima, número 29, pp. 92, 92-93

VELARDE, Luis Miguel

2008 "Análisis de los regímenes de responsabilidad civil contractual y extracontractual, sus respectivas funciones y los supuestos limítrofes". *Ius Et Veritas*, Lima, número 36, pp. 266, 267, 268, 269, 270, 271, 273-274, 278, 279, 267-270, 269-271.

YOUNGDAHL, Jay.

2015 "The fiduciary duty to protect: the forgotten duty in pension fund investment". *Law and Financial Markets Review*, pp. 242

ZEVALLOS, Carmela

2013 "Perfeccionamiento del rol activo del Fondo de Pensiones mediante la elección de directores independientes en las

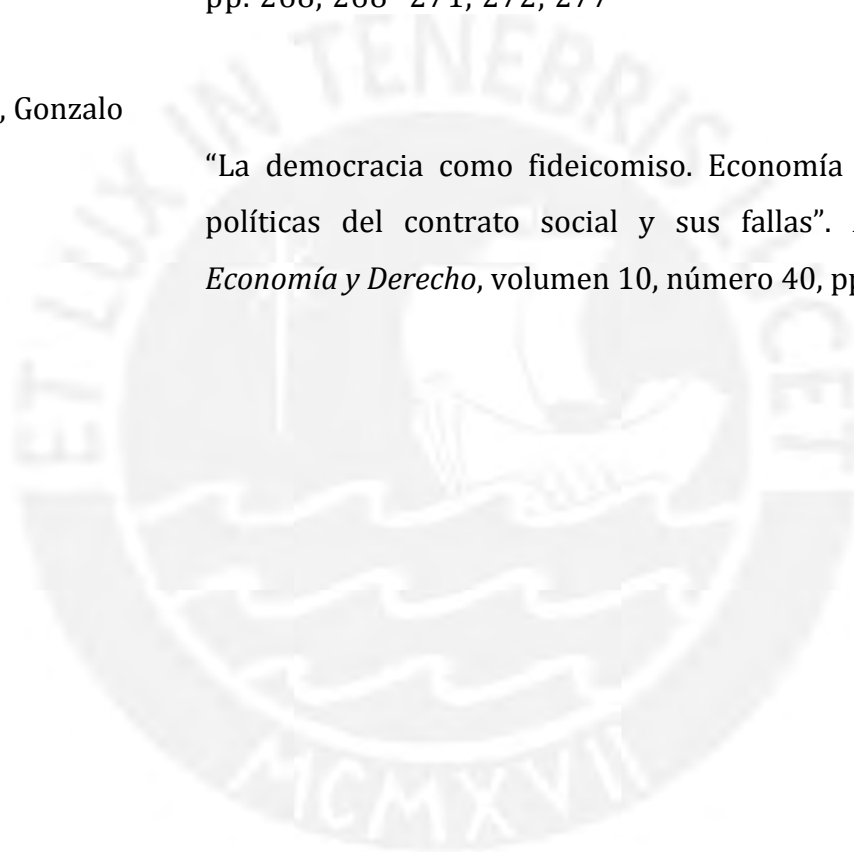
empresas invertidas”. Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho Bancario y Financiero. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, pp. 19

ZAPATA DE LA PIEDRA, Katherine y Otros

2015 “¿Cómo actúan los fondos de inversión en el mercado peruano?”. *Revista de Actualidad Mercantil*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, número 4, pp. 268, 268- 271, 272, 277

ZEGARRA, Gonzalo

2013 “La democracia como fideicomiso. Economía y filosofía políticas del contrato social y sus fallas”. *Revista de Economía y Derecho*, volumen 10, número 40, pp. 68



Jurisprudencias citadas

Resolución SBS Nro. 3576-2012

Resolución SBS Nro. 7356-2012

Resolución SBS Nro. 12082-2011

Resolución SBS Nro. 2191-2012

Proyecto de Resolución del 18 de mayo del 2017 que reglamenta la participación de los representantes designados por las AFP en sociedades cuyas acciones son adquiridas con recursos de los fondos de pensiones así como los mecanismos para la designación de los candidatos a directores en tales sociedades.

Casación 4664-2010-Puno

United States Et Al. v. Carroll Towing Co., 159 F.2d 169

Unidroit Principles of International Commercial Contracts del año 2010

Proyecto Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law - Draft Common Frame of Reference del año 2009

Harvard College v. Amory,

The Trustees Act of 1925

The Pensions Security Act 1993

UK The Pension Act 1995

Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005

Cowan v Scargill del año 1886

The Restatement (Third) of Trusts del año 1992

The Uniform Prudent Investor Act del año 1994

North Carolina Uniform Trust Code

ERISA - US Employee Retirement Income Security Act of 1974

29 U.S Code Fiduciary Duties Act

Nestle v. National Westminster Bank

Mutual Life Insurance Co. v. Russell

Toomer V. Branch Banking & Trust

White v. Consor Planning Inc

Uniform Trust Act 1988

Brown v. Roth 133 N.C. App. 52 del año 1999

Brokers § 53, at 160 del año 1980