

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



PONTIFICIA  
**UNIVERSIDAD**  
**CATÓLICA**  
DEL PERÚ

**“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

**AUTOR**

**Carmela Zevallos Cabanillas**

**ASESOR**

**Lorena Masías Quiroga**

**JURADO**

**Julio César Guzmán Galindo**

**Armando Cáceres Valderrama**

**LIMA – PERÚ**

**2013**

## INDICE

<b>INTRODUCCION.....</b>	<b>4</b>
 <b>PRIMERA SECCIÓN: EL GOBIERNO FIDUCIARIO EN EL FONDO DE PENSIONES</b>	
1.1) Estructura del Sistema Público de Pensiones y del Sistema Privado de Pensiones.....	10
1.2) Buen Gobierno Corporativo en las AFP y Gobierno Fiduciario en los Fondos de Pensiones.....	16
1.3) Inversiones de los fondos de Pensiones.....	23
1.4) Conclusiones a la primera sección.....	31
 <b>SEGUNDA SECCIÓN: PARTICIPACION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LAS EMPRESAS CON INVERSIONES</b>	
2.1) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones a nivel Latinoamericano.....	33
2.2) Formas de intervención del Fondo de Pensiones en las empresas en las que se invierte.....	39
2.2.1) Deber de cuidado y deber de lealtad.....	42
2.2.2) Beneficios y problemas del activismo.....	43
2.3) Canal indirecto de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas.....	47
2.4) Canal directo de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas.....	49
2.5) Conclusiones a la segunda sección.....	55

### **TERCERA SECCIÓN: FONDOS DE PENSIONES Y DIRECTORES INDEPENDIENTES EN LAS EMPRESAS CON INVERSIONES**

3.1) Directores independientes en las empresas invertidas.....	57
3.2) Proceso de elección de directores en la regulación local de los Fondos de Pensiones.....	66
3.3) Proceso de elección de directores en la regulación internacional de los Fondos de Pensiones.....	67
3.4) Conclusiones a la tercera sección.....	72

### **CUARTA SECCIÓN: ESTÁNDARES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LA ELECCIÓN DE DIRECTORES DE LAS EMPRESAS CUYAS ACCIONES HAYAN SIDO ADQUIRIDAS CON LOS FONDOS DE PENSIONES**

4.1) Creación de un Registro de Directores.....	73
4.2) Participación de Empresas de Head Hunter.....	75
4.3) Plan de Formación de Directores.....	78
4.4) Conclusiones a la cuarta sección.....	83
CONCLUSIONES FINALES.....	84
FUENTES DE INVESTIGACION.....	85
ENTREVISTA.....	87

## INTRODUCCIÓN

La contribución de las Administradoras de Fondos Pensiones en el Buen Gobierno Corporativo de las empresas en las cuales invierten es un tema desarrollado de manera diferente por los países latinoamericanos y Europeos. En algunos países no existe regulación previsional que haga referencia a este tema en particular, sin embargo, la tendencia a nivel mundial es a mejorar las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en las empresas invertidas en vista a la importancia y valor agregado que puede generar no solo a los accionistas mayoritarios, administradores y demás grupos de intereses que giran en torno a la empresa invertida sino además a los propios afiliados, quienes por intermedio de las AFPs son los beneficiarios indirectos del éxito de la empresa.

Chile, es uno de los países que presenta un completo desarrollo sobre las responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierte los fondos, en tanto que se ha regulado la concurrencia a Junta de Accionistas de las empresas, estableciéndose el deber de pronunciarse en cada una de las materias tratadas.

En Republica Dominicana se ha establecido que las AFPs deben definir políticas para votación en elección de Directores de sociedades, para de esta manera evitar conflicto de interés. Asimismo se ha señalado en su normativa interna que las AFP deben concurrir a las Asambleas de Accionistas y emitir su voto, salvo que presente una inversión inferior al 3% del emisor.

En Colombia si bien no se ha establecido en la ley, en la práctica las AFPs tienen la obligación de velar porque los emisores que reciban inversión de los fondos de pensiones obligatorios cuenten con estándares de gobierno corporativo que cumplan con las políticas internas de las AFP.

En Rumania se ha establecido que las administradoras ejercen, en representación de los afiliados, el derecho a votar en las Asambleas de

Accionistas de compañías comerciales en que hayan sido invertidos los activos de los fondos de pensiones privados.

Hasta el momento hemos mencionado algunos países que presentan una regulación y práctica más avanzada que el Perú respecto a la responsabilidad del fondo de pensiones en las empresas invertidas. En tal sentido, es necesario conocer la situación actual en nuestro país a efectos de identificar aspectos de mejora para un eficiente funcionamiento del Buen Gobierno Corporativo en las empresas invertidas.

En el Perú, primeramente debemos indicar que las empresas en general se encuentran alineadas a los Principios de Buen Gobierno Corporativo de la Superintendencia de Mercado de Valores, al Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima y en el caso de las empresas financieras se les aplica el Reglamento de la Gestión Integral de Riesgo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Todos estos instrumentos nos dan un alcance sobre el derecho de los accionistas, tratamiento equitativo de los accionistas, los derechos y deberes de los grupos de interés en el gobierno de las sociedades, la transparencia informativa, la responsabilidad del Directorio, Gerencia y Comités de Directorio.

Al respecto, las AFPs pueden colocar los fondos de pensiones en los diferentes instrumentos de inversión definidos en el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones y en su Reglamento respectivo. Para ello debemos de tener en cuenta los diferentes límites de inversión establecidos en la normativa para cada tipo de fondo. Cabe precisar que dichos límites se encuentran desarrollados en la política de diversificación de inversiones que forma parte de la política de inversiones, la cual se encuentra debidamente aprobada por el Directorio.

Actualmente existen tres (3) tipos de fondos de pensiones en la regulación interna, fondo tipo 1 denominado fondo de preservación de capital, el cual busca un crecimiento estable con baja volatilidad, el fondo tipo 2 o fondo

mixto, el cual busca un crecimiento moderado con volatilidad media y finalmente el fondo 3 o fondo de apreciación del capital, el cual busca un alto nivel de crecimiento del fondo con alta volatilidad.

Como podemos apreciar la Ley del SPP ha definido los instrumentos de inversión en los que puede colocarse los fondos de pensiones, los límites de inversión generales por tipo de fondo. Adicionalmente, establece que cada fondo de pensiones debe contar con una política de inversiones, aprobada por el Directorio de la AFP. Esta política debe incluir el objetivo de cada fondo y la política de diversificación de inversiones, además de otros indicadores de referencia de rentabilidad.

La representación de los fondos de pensiones en las empresas en la cuales invierte ha sido regulado de manera general en el TUO de la Ley del SPP indicándose que las AFP están obligadas a designar representantes que ejerzan a nombre del fondo, los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos del fondo en acciones y otros valores que otorguen derecho patrimoniales. Asimismo precisa que los representantes tienen que velar por la defensa de los derechos que le corresponde al fondo, actuando para ello con independencia de los intereses de las AFPs.

También se introduce aspectos de Buen Gobierno Corporativo, al señalarse que los representantes se sujetan a las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo y además promueven la adopción de estas prácticas en los órganos de gobierno en los que ejercen el encargo.

Entre las obligaciones del representantes del fondo de pensiones se encuentra el de pronunciarse respecto de los asuntos que sean sometidos a discusión, dejar constancia de su voto en las actas de Junta de Accionistas e informar a la AFP el resultado de su gestión. Se hace hincapié en que los referidos informes se deben encontrar a disposición de la Superintendencia.

En cuanto a la elección de Directores, las AFPs también están autorizadas a elegir Directores en las empresas donde tienen suficientes acciones,

encontrándose impedidas de elegir accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP. Con esta elección, se pueden impulsar buenas prácticas en las empresas y además añadir valor empresarial. No obstante, se requiere designar profesionales competentes y que cuenten con experiencia; para ello es conveniente contar con un proceso de elección profesional y transparente.

En vista de lo anterior, el objetivo general de la presente tesis es plantear el perfeccionamiento del rol activo del fondo de pensiones mediante la elección de directores independientes en las empresas invertidas, siendo nuestros objetivos específicos:

- Conocer la orientación a nivel internacional del proceso de elección de directores en las empresas invertidas por las Administradoras de Fondos de Pensiones
- Plantear los estándares de Buen Gobierno Corporativo en la elección de directores de las empresas cuyas acciones hayan sido adquiridas con los fondos de pensiones

Establecidos nuestros objetivos se plantea como hipótesis general que: El perfeccionamiento del rol activo del fondo de pensiones mediante la elección de los directores independientes en las empresas invertidas será trascendental para la empresa cuyas acciones hayan sido adquiridas y para la misma Administradora de Fondo de Pensiones en tanto que el director elegido sea un profesional experto del más alto nivel, con independencia y conocimiento del ramo, el cual impulsará un mayor cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo, expresándose en un mayor valor empresarial en beneficio de la propia organización empresarial y de los demás grupos de interés (trabajadores, proveedores, accionistas minoritarios, entre otros).

Siendo nuestras hipótesis específicas las siguientes:

- La orientación a nivel internacional del proceso de elección de directores en las empresas invertidas se presenta en algunos países de manera mas avanzada que el Perú al haberse regulado: los derechos y responsabilidades de las administradoras en las empresas donde se invierten los fondos de pensiones y el proceso de elección de Directores, además de contar, en forma complementaria, con normativa sobre gobierno corporativo en las empresas en general.
- Los estándares de Buen Gobierno Corporativo en la elección de directores de las empresas invertidas deberían estar implementados mediante la creación de un registro de directores, creación de un Centro o Plan de formación de directores y la participación de las mejores empresas "Head Hunter" en el proceso de selección de directores.

La presente tesis ha sido dividida en cuatro secciones.

La primera sección desarrolla todo lo concerniente a la estructura del Sistema Público de Pensiones y su diferencia con el Sistema Privado de Pensiones. Asimismo se analiza las inversiones de los fondos de pensiones, detallándose las características presentes en los tres (3) fondos de pensiones. Posteriormente se aborda los alcances del Buen Gobierno Corporativo en las AFP y el Gobierno Fiduciario en los Fondos de Pensiones.

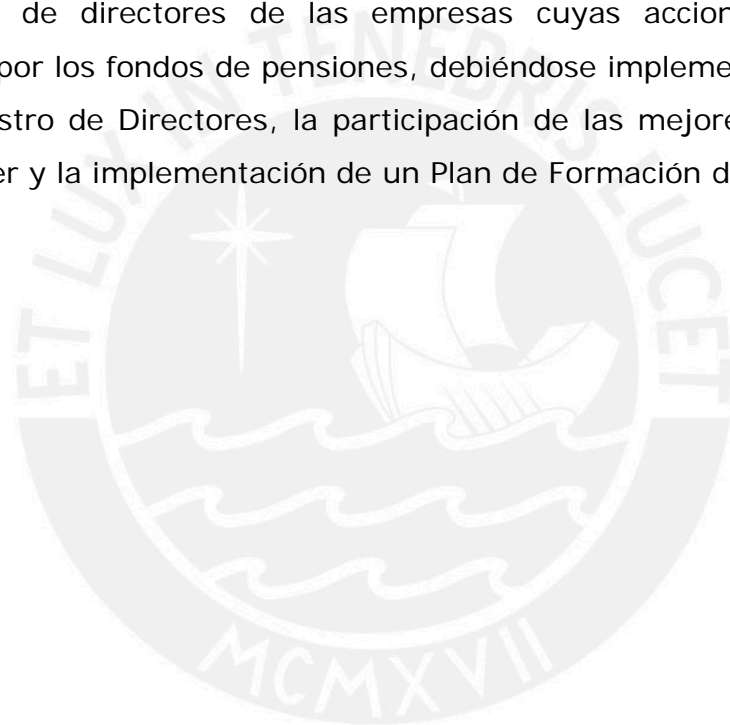
La segunda sección desarrolla los objetivos de los fondos de pensiones a nivel Latinoamericano, presentándose a modo de ejemplo: Chile, Colombia, Uruguay y Perú. Se incluye en dicho capítulo las formas de intervención del Fondo de Pensiones en las empresas en las que se invierte, haciéndose hincapié en los deberes de cuidado y lealtad del fondo de pensiones y además se da a conocer los beneficios y problemas que se encuentran presentes en el activismo. Posteriormente se aborda el canal directo e



indirecto de influencia positiva de las AFPs en el Gobierno Corporativo de las empresas.

La tercera sección analiza la figura de los directores independientes en las empresas invertidas, precisando cada uno de los conceptos existentes a nivel legislativo y doctrinario. Asimismo se hace también un desarrollo del proceso de elección de directores en la regulación local e internacional de los fondos de pensiones.

La cuarta sección plantea los estándares de Buen Gobierno Corporativo en la elección de directores de las empresas cuyas acciones hayan sido adquiridas por los fondos de pensiones, debiéndose implementar la creación de un Registro de Directores, la participación de las mejores empresas de Head Hunter y la implementación de un Plan de Formación de Directores.



## PRIMERA SECCIÓN: EL GOBIERNO FIDUCIARIO EN EL FONDO DE PENSIONES

### 1.1) Estructura del Sistema Público de Pensiones y del Sistema Privado de Pensiones

Nuestro Sistema Previsional Peruano esta constituido principalmente por dos (2) regímenes previsionales, el Sistema Nacional de Pensiones y el Sistema Privado de Pensiones. El Decreto Ley 19990 denominado Sistema Nacional de Pensiones (SNP) estuvo inicialmente administrado por el Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS), luego llamado ESSALUD. Dicho sistema es conocido como el sistema de reparto o solidario, el cual consiste en que los trabajadores activos financian las pensiones de los jubilados. Los aportes entran a un fondo común y luego estos son redistribuidos en la forma de una pensión que se estima en función a la remuneración y los años de aporte contando con un monto mínimo y uno máximo. Dicho sistema presenta un sentido solidario en tanto que los que aportan más benefician a los que aportan menos, pero finalmente todas las personas que cumplan con los requisitos podrán recibir pensiones dignas para vivir. Cabe precisar que los trabajadores activos son los que aportan para beneficiar a los que ya están jubilados y en reciprocidad esto mismo sucederá cuando ellos se jubilen.



**Decreto Ley 19990:** En la actualidad este sistema es administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP). Este régimen consiste en otorgar prestaciones fijas y percibir contribuciones no definidas en valor suficiente para que la contribución colectiva de los trabajadores financie las pensiones de los jubilados (<sup>1</sup>). Asimismo este sistema beneficia a las siguientes personas (<sup>2</sup>):

- a) Los trabajadores que prestan servicios bajo el régimen de la actividad privada a empleadores particulares, cualesquiera que sean la duración del contrato de trabajo y/o el tiempo de trabajo por día, semana o mes;
- b) Los trabajadores al servicio del Estado bajo los regímenes de la Ley N° 11377 o de la actividad privada; incluyendo al personal que a partir de la vigencia del presente Decreto Ley ingrese a prestar servicios en el Poder Judicial, en el Servicio Diplomático y en el Magisterio;
- c) Los trabajadores de empresas de propiedad social, cooperativas y similares;
- d) Los trabajadores al servicio del hogar;
- e) Los trabajadores artistas; y
- f) Otros trabajadores que sean comprendidos en el Sistema, por Decreto Supremo, previo informe del Consejo Directivo Único de los Seguros Sociales.

Este sistema otorga tres (3) prestaciones: invalidez, jubilación, y sobrevivencia. Cabe indicar que la última prestación se encuentra conformada por las pensiones de viudez, orfandad y ascendencia.

---

<sup>1</sup> En la práctica políticamente es difícil modificar la tasa de aporte

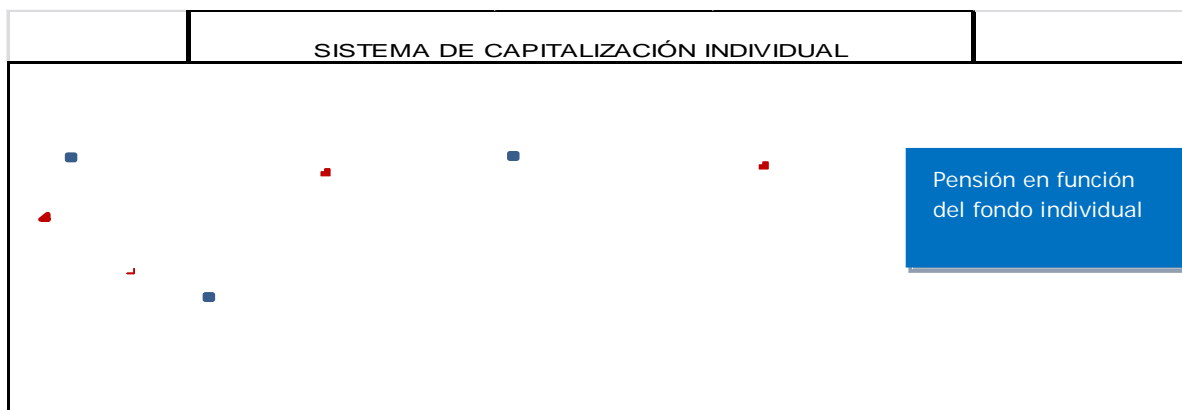
<sup>2</sup> Conforme a lo establecido por el Decreto Ley 19990

La desventaja del sistema de reparto es que al tener el carácter solidario se presenta la situación en las que aquellas personas que ganan poco se benefician al recibir un subsidio, mientras los que ganan mucho se terminan perjudicando en tanto recibirán una pensión menor a lo que podría ser su expectativa dados sus ingresos.

De otro lado, el Sistema Privado de Pensiones, conocido también como Sistema de Cuentas Individuales o de contribución definida, fue creado por la Ley 25897, es administrado por el sector privado a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y es supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Cabe indicar que en este sistema cada trabajador aporta para su propia cuenta individual, tomando como modelo el sistema previsional chileno. Este sistema beneficia a los que más ganan pues no comparten sus beneficios con los demás sino que construyen su pensión con sus propios aportes, es decir, mientras más alta sea la remuneración y más alto el aporte al sistema, la pensión será mejor.

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

En un sistema de capitalización individual las cotizaciones que aporta cada individuo se invierten en un activo 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.



El Sistema Privado de Pensiones tiene una gran importancia para la economía peruana en tanto que al cierre de diciembre de 2012 administró 37,967 millones de dólares

PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES	
Cartera Administrada	
CARTERA ADMINISTRADA VS. DATOS MACROECONÓMICOS	dic-12
Cartera Administrada (Mill. US\$)	37,967
Cartera Administrada / PBI (%)	18.83
Cartera Administrada / Ahorro Interno (%)	78.82
Inversiones Locales / Inversión (%)	45.02
Inversiones Locales / Crédito del Sistema Financiero al Sector Privado (%)	32.16
Tenencia de Acciones Locales / Capitalización Bursátil (%)	6.48
Tenencia de Deuda del Gobierno / Deuda Interna del Gobierno (%)	30.3
Depósitos de la Cartera / Depósitos del Sistema Financiero (%)	2.72

(\*) Fuente: Carpeta de Información Estadística SBS

Cabe señalar que con la creación de este sistema la mayoría de trabajadores jóvenes y con posibilidades de ganar un buen sueldo escogen el sistema

privado, lo cual disminuye los ingresos del sistema nacional pudiendo generar la necesidad de mayores subsidios del Estado <sup>(3)</sup>.

Entre los países latinoamericanos, Chile fue uno de los primeros en introducir el sistema de cuentas individuales, trasladando la administración pública de pensiones al manejo de organismos financieros privados.

Tal como señala Abel Pérez Ruiz, en el nuevo modelo a los trabajadores se les oferta la posibilidad de contribuir individualmente en fondos financieros, cuyo control y operación se deja en manos de la iniciativa privada, en consecuencia, el mercado financiero asume la gestión de los diversos fondos habilitando a los trabajadores a tomar sus propias decisiones en base a sus intereses, necesidades o preferencias en el marco de libre concurrencia, es decir, este sistema consiste en la formulación del actor racional movido por el interés propio y dispuesto a asumir riesgos en pro del beneficio personal <sup>(4)</sup>.

En ese mismo sentido opina Ulpiano Ayala, quien señala que en el sistema de capitalización individual una parte principal de las cotizaciones se ahorra en cuentas individuales de propiedad de cada trabajador, que financian su pensión de retiro, donde cada trabajador puede escoger una administradora, que maneje fiduciariamente el fondo mutuo constituido por los ahorros de los afiliados <sup>(5)</sup>.

Adicionalmente a los dos (2) sistemas de pensiones mencionados, existen otros sistemas, el régimen previsional administrado por la Caja de Pensiones Militar Policial (en adelante CPMP), el cual goza de autonomía económica,

---

<sup>3</sup> Cabe indicar que actualmente el Sistema de Reparto se financia en un 10% con recursos del Estado.

<sup>4</sup> Cfr. PEREZ RUIZ, Abel. Reflexiones sobre política pública y sistema de pensiones en América Latina. Un recuento, Pág. 103. Julio-Agosto 2010

<sup>5</sup> Cfr. AYALA ORAMAS, Ulpiano. ¿Qué se ha aprendido del sistema de pensiones en Argentina, Colombia, Chile y Perú? Series de Documento de Trabajo 330 preparado para la II Conferencia Hemisférica sobre Seguridad Social, Reformas de los Sistemas de Pensiones y desarrollo del Mercado de Capitales realizado en Washington, DC el 12 y 13 de junio de 1995. Pág. 17. Diciembre 1995

administrativa y financiera y se encuentra regulada por el Decreto Ley 21021 “Ley de Creación de la Caja de Pensiones Militar Policial” y el Decreto Ley 19846 “Ley de Pensiones Militar Policial”. Cabe señalar que la CPMP tiene como función la administración del régimen de pago de las pensiones y compensaciones y la administración de los recursos de la Caja con la finalidad de incrementarlos, esto a fin cumplir con el pago de las prestaciones a los miembros de la Caja (<sup>6</sup>).

Cabe mencionar el régimen previsional correspondiente al Decreto Ley 25030 (<sup>7</sup>), el cual fue cerrado por la Ley 28389 de fecha 17 de noviembre de 2004 estableciéndose que no se permitirán nuevas incorporaciones o reincorporaciones al régimen pensionario del Decreto Ley N° 20530 y además se precisó que los trabajadores que, perteneciendo a dicho régimen, no hayan cumplido con los requisitos para obtener la pensión correspondiente, deberán optar entre el Sistema Nacional de Pensiones o el Sistema Privado de Administradoras de Fondos de Pensiones. (<sup>8</sup>)

---

<sup>6</sup> Los miembros de la CPMP son el personal egresado, a partir del 1° de Enero de 1974, de las Escuelas de Formación de Oficiales, de Personal Subalterno y del Personal Auxiliar de la Fuerza Armada y de la Policía Nacional del Perú; los que se incorporen a partir del 1° de Enero de 1974 a las Fuerzas Armadas y a la Policía Nacional del Perú como Oficiales, Personal Subalterno y Personal Auxiliar y que perciban remuneraciones sujetas al descuento para el Fondo de Pensiones y los deudos del personal antes mencionado, acreedores a los Beneficios que otorga la Ley de Pensiones Militar-Policial.

<sup>7</sup> A este régimen se le denomina Cédula viva y consistió en aportar a un Fondo de Pensiones a fin de que cuando llegue la edad de retiro, el jubilado perciba una pensión similar a la remuneración de un trabajador activo. Asimismo este régimen benefició a los funcionarios y servidores públicos de entidades e instituciones del estado que cumplieran con los requisitos pre-establecidos

<sup>8</sup> Con la dación del Decreto Supremo 149-2007-EF, este régimen Previsional se encuentra administrado por la Oficina de Normalización Previsional - ONP, a partir del mes de enero de 2008, otorgándosele la facultad para reconocer, declarar y calificar solicitudes derivadas de los derechos pensionarios de todas aquellas entidades que cuenten con personal activo y/o cesante de dicho régimen y cuyas pensiones sean financiadas con recursos del Tesoro Público.

Cuadro comparativo entre el total de afiliados por el SPP y el SNP:

Total SPP (Afiliados Activos Diciembre 2012)	Total SNP (Afiliados a Diciembre 2012)
<b>5,268,457 (*)</b>	<b>501,791 (**)</b>

(\*) Fuente Boletín Estadístico SBS

(\*\*) Fuente Cuadros Estadísticos ONP

## 1.2) Buen Gobierno Corporativo en las AFP y Gobierno Fiduciario en los Fondos de Pensiones

El Buen Gobierno Corporativo (BGC) en las AFP y el Gobierno Fiduciario en los Fondos de Pensiones podrían parecer similares a primera vista, en tanto que en ambos casos se busca satisfacer los objetivos de los grupos de interés (afiliados) pero en la práctica cada uno tiene una explicación diferente.

Como sabemos el Gobierno Corporativo implica el análisis de la estructura y funcionamiento de una organización empresarial, donde la estructura se refiere a todos los órganos que sirven para gobernar la empresa (junta de accionistas, directorio, comités) y el funcionamiento se refiere a todos los mecanismos y procesos que permiten el funcionamiento de los órganos.

Al respecto la OECD señala en los principios de Gobierno Corporativo lo siguiente:

“El Gobierno corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo provee también la estructura a través de la cual se establecen los



objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño” (9)

Aplicando este concepto a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) podemos decir que el Buen Gobierno Corporativo es el conjunto de prácticas de negocio que busca que los órganos de administración y control de las AFP se rijan por el cumplimiento de los principios de responsabilidad, tanto frente a sus accionistas como a sus grupos de interés (principalmente del afiliado), con la única finalidad de dotarlas de transparencia y profesionalidad en todos los aspectos relacionados a su funcionamiento. Para ello es necesario que determinadas áreas o estamentos de las AFPs estén involucradas, es el caso de los Accionistas, Directorio y Gerencia

En total son 26 los Principios de BGC, los cuales están orientados a respetar los derechos de los accionistas, contar con un tratamiento equitativo a los accionistas, establecer una comunicación y transparencia informativa y a identificar las responsabilidades del Directorio.

Cabe precisar que las prácticas y principios del BGC permiten profundizar y hacer eficientes las inversiones, crear un mayor y eficiente mercado, más producción, mejor competitividad y la protección de los derechos de los inversionistas, entre otros beneficios que permiten mantener una empresa en crecimiento con un clima de confianza y transparencia aumentando su valor.

Par ello es necesario que la AFP cuente con un Comité de Buen Gobierno Corporativo cuyo objetivo central será lograr desarrollar y recomendar al Directorio las políticas de BGC de la empresa, asegurar la aplicación y difusión de las prácticas de BGC, además de asistir al Directorio en sus funciones de nombramiento, cese y retribución de los altos ejecutivos de la compañía.

---

<sup>9</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Principios de Gobierno Corporativo de la OECD. [en línea]  
<<http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>>

La Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones <sup>(10)</sup> ha señalado que las AFP son responsables de implementar los soportes de Buen Gobierno Corporativo y mejores prácticas en los procesos que respalden la administración de los fondos de las CIC. En tal sentido se encuentran obligadas a establecer políticas internas que la sustenten y que sean de dominio público, bajo los medios de publicidad que se consideren.

Esta Ley precisa que como práctica de Buen Gobierno Corporativo las AFP deberán revisar de manera periódica el proceso de selección de auditoría externa, en un plazo máximo de 3 años, así como los mecanismos de transparencia respecto a la vinculación de los directores. En el cumplimiento del principio de Buen Gobierno Corporativo, las AFPs se encuentran obligadas a lo siguiente:

1. Rendir cuenta a los afiliados sobre los resultados de su gestión, del manejo y la inversión de los fondos de pensiones
2. Administrar los fondos de pensiones atendiendo siempre el interés de los afiliados
3. Otras políticas internas que sustenten los principios de gobierno corporativo, acorde con las disposiciones reglamentarias para dicho efecto

Francisco Margozzini <sup>(11)</sup> señala que el gobierno corporativo implica que el patrimonio del fondo de pensiones es diferente e independiente del de la administradora y también independiente de otros patrimonios que la administradora pudiese administrar. Esta afirmación es correcta en tanto son patrimonios totalmente independientes, cuyo interés de velar por la correcta gestión se centra especialmente en el patrimonio del fondo de pensiones.

---

<sup>10</sup> Artículo 21-B de la Ley 29903 (Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones)

<sup>11</sup> MARGOZZINI, Francisco. Nuevo modelo de regulación de inversiones, Pág. 237

Por otro lado el Gobierno Fiduciario en los Fondos de Pensiones constituye la implementación de las mejores prácticas de inversiones y riesgos aplicadas sobre los fondos de pensiones de los afiliados con la finalidad de realizar una eficiente gestión en el proceso de inversiones.

Cabe señalar que en todo proceso de gestión de inversiones realizado por los administradores del fondo puede presentarse una buena o mala gestión del fondo de pensiones, de ser la primera opción no resulta relevante ya que tanto el principal (afiliado) y el agente (administradores) o sea la AFP van a resultar beneficiados. El problema se presenta cuando existe una deficiente gestión, en tanto que ambos se terminaran perjudicando, ante esta situación será el propio mercado el que lo termine castigando. Dicho castigo está vinculado al daño en la reputación del gestor y por ende a la posibilidad de que los afiliados a los fondos de pensiones pueden cambiar de gestor.

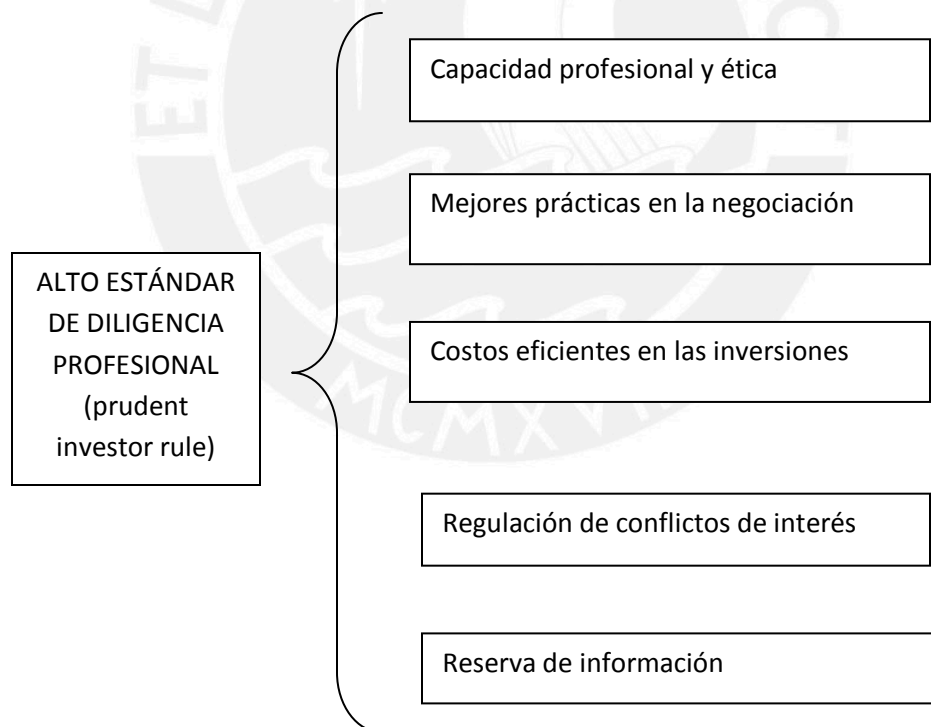
Si bien estas consecuencias directas son un incentivo para que los administradores de las AFP tengan un eficiente comportamiento, esto no resulta suficiente, ya que se debe buscar soluciones durante el proceso de gestión, es decir en una etapa inicial, que mitiguen y desincentiven a que los gestores puedan tener errores.

Estas soluciones, en la práctica, constituyen los elementos básicos que configuran el gobierno fiduciario en los fondos de pensiones, los cuales están basadas en *benchmarks* para la evaluación de la gestión del fondo, políticas de inversión disciplinadas, límites a los porcentajes de inversión en cada clase de activo a partir de las proyecciones de largo plazo, seleccionan de los activos de acuerdo a expectativas direccionales de corto plazo, mejores prácticas de negociación e inversiones, mejores prácticas en la medición y el manejo de riesgos y por supuesto una serie de obligaciones fiduciarias que mitigan los conflictos de interés y riesgo moral.

Melvin Escudero <sup>(12)</sup> señala que el gobierno fiduciario viene dado por el conjunto de los más altos estándares profesionales en la gestión de las inversiones y riesgos aplicables a administradores (directores, gerentes y personal operativos) de fondos de terceros, como las AFP. La aplicación de estos estándares minimiza el riesgo moral al alinear los intereses del administrador con los del afiliado, además de promover la autorregulación de los administradores.

Asimismo señala el autor que el gobierno fiduciario funciona como un contrato social que garantiza un manejo profesional y diligente de los fondos al brindar tranquilidad y confianza al sistema de fondo de pensiones.

En el mercado estadounidense y europeo se le conoce a la gestión fiduciaria como *prudent investor rule* (regla del hombre prudente), el cual incluye los siguientes mecanismos:



<sup>12</sup> MELVIN ESCUDERO. Garantías de rentabilidad, Pág. 143

Las mejores prácticas aplicadas en el SPP incluyen el uso de códigos de ética, la capacidad profesional, el adecuado manejo de conflicto de interés, el monitoreo de las transacciones, el establecimiento de prácticas prohibidas en la negociación, la eficiencia en el costo de las inversiones, las mejores prácticas de negociación, entre otras.

- **Códigos de Ética:**

Basado en estándares internacionales y aplicables a todo el personal involucrado en el proceso de inversión (incluye políticas de inversiones personales, de conflictos de interés, de uso adecuado de información, etc.)

- **Capacidad Profesional:**

Las AFP definen los requisitos mínimos de calificación y experiencia para garantizar una adecuada competencia técnica del personal. Los empleados de las áreas de inversiones y riesgos deben aprobar un examen de certificación internacional (las AFP se han inclinado por el CFA Level I como requerimiento mínimo).

- **Conflictos de Interés:**

Las AFP no deben redistribuir ganancias o pérdidas entre los Fondos administrados o entre los Fondos y las AFP o vinculados o terceros.

- **Prácticas Prohibidas en las negociaciones:**

Las AFP han elaborado una relación detallada de prácticas de negociación que están expresamente prohibidas para evitar perjudicar a los fondos y para no incumplir las normas (Front Running, Dual Trading, Cherry Picking, insider information, etc.)

- **Monitoreo de Transacciones (“Market Watch”):**

Tanto las AFP como la Superintendencia de Mercado de Valores están realizando las labores de “market watch” para detectar posibles negociaciones prohibidas.

- **Evaluación eficiente de costos (Soft Dollars):**

Las AFP deben evaluar todos los costos de las inversiones que adquieren realizando comparaciones entre productos equivalentes de modo que adquieran aquéllos que son las más competitivos, considerando además los retornos y riesgos involucrados.

En ese sentido, podemos decir que el gobierno fiduciario están referidas a todas las obligaciones fiduciarias, esto significa que en el proceso de inversión de los recursos de cada Fondo de Pensiones las AFP deben actuar con el conocimiento de un experto y tomando decisiones prudentes y sustentadas. Esto implica que las acciones de las AFP deben estar orientadas (<sup>13</sup>):

- 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; y,
- f) Respetando diligentemente la normativa vigente aplicable a las inversiones de cada Fondo.

---

<sup>13</sup> Esto conforme al artículo 50 del Reglamento de TUO del Sistema Privado de Pensiones (Decreto Supremo 054-97-EF)

Al respecto la Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones (<sup>14</sup>) ha señalado que la AFP asume plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionista institucional, es decir, será responsable de actuar con la diligencia que le corresponde en su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informáticos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de toma de decisiones de la administración de la CIC a su cargo.

Como podemos apreciar la Ley de reforma ha regulado de manera general el Gobierno Fiduciario y el Buen Gobierno Corporativo, no obstante, debe quedar claro que el Gobierno Fiduciario esta referido al conjunto de buenas prácticas relacionadas específicamente a temas de inversiones, que son ejecutadas por la plana ejecutiva (Gerencia de Inversiones, Gerencia de Riesgos y Gerencia General) de la AFP en beneficio de los afiliados(<sup>15</sup>), mientras que el Buen Gobierno Corporativo está referido al conjunto de buenas prácticas relacionadas a temas de transparencia informativa, tratamiento equitativo a los accionistas, responsabilidades del directorio y al respeto a los derechos del accionista que son ejecutadas por los principales órganos societarios (Accionistas y Directorio) logrando un eficiente funcionamiento interno en beneficio de la AFP, afiliados y otros grupos de interés.

### **1.3) Inversiones de los fondos de Pensiones**

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

---

<sup>14</sup> Artículo 21-B de la Ley 29903 (Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones)

<sup>15</sup> Para mayor precisión debemos indicar que el Gobierno Fiduciario esta vinculado a toda acción realizada por la AFP es su condición de inversionista institucional, la cual debería ser realizada de manera diligente.

Las AFP administran tres tipos de Fondos tratándose de aportes obligatorios, siendo el Fondo Tipo 1, Fondo Tipo 2 y Fondo Tipo 3:

1) Fondo de Pensiones Tipo 1 o Fondo de Preservación de Capital: Tipo de Fondo con el cual se busca un crecimiento estable con baja volatilidad en el marco de los límites de inversión, establecidos en el TUO. Este Tipo de Fondo será de carácter obligatorio para todos los afiliados mayores de sesenta (60) años, o aquellos que cuenten con una pensión otorgada bajo la modalidad de Retiro Programado o Renta Temporal, salvo que el afiliado exprese por escrito su voluntad de mantener su Fondo en el Tipo 2. Es obligación de cada AFP brindar un Fondo de este tipo a sus afiliados.

2) Fondo de Pensiones Tipo 2 o Fondo Mixto: Tipo de Fondo con el cual se busca un crecimiento moderado con volatilidad media en el marco de los límites establecidos en el TUO. Es obligación de cada AFP brindar un Fondo de este tipo a sus afiliados.

3) Fondo de Pensiones Tipo 3 o Fondo de Apreciación del Capital (Fondo de Crecimiento): Tipo de Fondo con el cual se busca un alto nivel de crecimiento del Fondo con alta volatilidad en el marco de los límites de inversión establecidos en el TUO.

Respecto a los instrumentos de inversión en que pueden colocarse los fondos de pensiones, la ley ha señalado la siguiente categorización:

- a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: Son aquellos instrumentos donde la magnitud de su retorno esperado parcial o total, no es seguro, ni fijo, ni determinable, al momento de adquisición del mismo.
- b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: Son aquellos instrumentos cuyo retorno, medido hasta el término de su vigencia está previamente fijado o es determinable desde el momento de su emisión.



- c) Instrumentos derivados para cobertura y gestión eficiente del portafolio:  
Son aquellos productos destinados a cubrir posibles riesgos inherentes en operaciones financieras.
- d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: Son aquellos instrumentos de corto plazo cuyo retorno medido hasta el término de su vigencia está previamente fijado o es determinable desde el momento de su emisión, y los activos en efectivo.
- e) Instrumentos Alternativos: Son aquellos instrumentos cuyo perfil de riesgo - retorno difieren de los instrumentos tradicionales como los títulos accionarios, títulos de deuda y activos en efectivo. Asimismo, se caracterizan por contar con propiedades que las distinguen de los instrumentos tradicionales, tales como, la aplicación de derivados y productos financieros innovadores, el uso de apalancamiento y la falta de liquidez de las inversiones subyacentes, entre otros.

Asimismo ha regulado los límites a las inversiones efectuadas por las AFP con los recursos de los Fondos que administran (para cada tipo de fondo). Cabe señalar que estas inversiones se deberán sujetar a la política de inversiones, la cual deberá ser previamente remitida a la Superintendencia y divulgada al público en general, dentro de la cual deberá indicar explícitamente el (los) Indicador(es) de Referencia de Rentabilidad. Dicha política deberá incorporar el objetivo de cada Tipo de Fondo que administre y la política de diversificación de inversiones, de conformidad con el detalle que establecerá la Superintendencia mediante norma de carácter general

### **I. Fondo de Pensiones Tipo 1 o Fondo de Preservación del Capital**

- a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: Hasta un máximo de diez por ciento (10%) del valor del Fondo.

- b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: Hasta un máximo de cien por ciento (100%) del valor del Fondo.
- c) Instrumentos derivados para cobertura y gestión eficiente del portafolio: Hasta un máximo de diez por ciento (10%) del valor del Fondo.
- d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: Hasta un máximo de cuarenta por ciento (40%) del valor del Fondo.

## **II. Fondo de Pensiones Tipo 2 o Fondo Mixto**

- a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: Hasta un máximo de cuarenta y cinco por ciento (45%) del valor del Fondo.
- b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: Hasta un máximo de setenta y cinco por ciento (75%) del valor del Fondo.
- c) Instrumentos derivados para cobertura y gestión eficiente del portafolio: Hasta un máximo de diez por ciento (10%) del valor del Fondo.
- d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: Hasta un máximo de treinta por ciento (30%) del valor del Fondo.
- e) Instrumentos Alternativos: hasta un máximo de quince por ciento (15%) del valor del Fondo.

## **III. Fondo de Pensiones Tipo 3 o Fondo de Apreciación del Capital (Fondo de Crecimiento)**

- a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: Hasta un máximo de ochenta por ciento (80%) del valor del Fondo.

- b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: Hasta un máximo de setenta por ciento (70%) del valor del Fondo.
- c) Instrumentos derivados para cobertura: Hasta un máximo de veinte por ciento (20%) del valor del Fondo.
- d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: Hasta un máximo de treinta por ciento (30%) del valor del Fondo.
- e) Instrumentos Alternativos: hasta un máximo de veinte por ciento (20%) del valor del Fondo.

Es de precisar que dichos límites no son los únicos aplicables, en tanto que la norma ha regulado el cumplimiento de límites generales adicionales a los ya mencionados por cada tipo de fondos, siendo los siguientes:

- a) La suma de las inversiones en instrumentos emitidos o garantizados por el Estado Peruano como máximo treinta por ciento (30%) del valor del Fondo.
- b) La suma de las inversiones en instrumentos emitidos o garantizados por el Banco Central de Reserva del Perú como máximo treinta por ciento (30%) del valor del Fondo.
- c) La suma de las inversiones a que se refieren los incisos a) y b) precedentes no podrán superar de manera conjunta el cuarenta por ciento (40%) del valor del Fondo.
- d) La suma de las inversiones en instrumentos emitidos por gobiernos, entidades financieras y no financieras cuya actividad económica mayoritariamente se realice en el exterior como máximo cincuenta por ciento del valor del fondo. El límite operativo seguirá siendo fijado por el Banco Central de Reserva."

La norma señala que el Banco Central de Reserva del Perú (en adelante BCR) podrá establecer porcentajes máximos operativos y/o sublímites a los

establecidos en el artículo 25-D, debiendo contarse con la opinión de la Superintendencia. Al respecto el BCR está incrementando el límite gradualmente con la finalidad que las AFP puedan continuar diversificando su portafolio de inversiones, en un contexto de importante influjo de capitales a nuestro país, siendo actualmente el límite de 36% <sup>(16)</sup>

Gonzalo Camargo y Roddy Rivas-Llosa señalan <sup>(17)</sup> que las restricciones legales de inversión suelen limitar la variedad de activos que pueden formar parte del portafolio o la proporción de patrimonio que cabe invertir en cada clase de título, esto con la finalidad de promover que los inversores únicamente destinen su patrimonio en instrumentos aprobados y evitar que concentren sus recursos en títulos de alto riesgo. Dichas restricciones pueden producir una reducción en la capacidad de diversificación de riesgo de los inversionistas y además puede conducir a que los inversionistas sean incapaces de conseguir niveles óptimos de retorno por cada unidad de riesgo que asuman

Sobre esta afirmación, considero que las restricciones legales a la inversión de la AFP en el exterior no es una buena señal para el mercado financiero, en tanto que la diversidad de transacciones se ve limitado por la imposibilidad de invertir en una mayor diversidad de instrumentos en el exterior.

Durante muchos años los fondos de pensiones han estado invertidos a niveles cercanos al tope del límite en el exterior, siendo que en el año 2011 se invirtió en 28.6%, y en el año 2012 en 27.7% <sup>(18)</sup>, esto debido a que se les considera como una fuente de liquidez alternativa. En tal sentido, se debe evitar la excesiva concentración en el mercado local ya que ante un escenario de crisis financiera en el Perú podría verse afectado en mayor medida el fondo de pensiones invertido.

---

<sup>16</sup> Este límite fue aprobado mediante Circular N° 015-2013-BCRP "Límites de inversión generales para los fondos administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones" aprobada el 05 de abril de 2013.

<sup>17</sup> Cfr. RIVAS-LLOSA M, Roddy y CAMARGO C, Gonzalo. Eficiencia financiera de los límites de inversión para las AFP: una aplicación al caso peruano. Pág. 6.

<sup>18</sup> Carpeta de Información Estadística SBS

Tal como señala Diego Icaza (<sup>19</sup>), quien considera importante incrementar el límite de inversión en el exterior para proporcionar las herramientas adecuadas a las administradoras a fin de diversificar las inversiones, en caso de no realizarse, se presentará una excesiva concentración del mercado local, lo cual afectaría seriamente el manejo de la liquidez y la gestión activa ante posibles escenarios de crisis.

Por lo antes expuesto, vemos que las AFP invierten en diferentes tipos de instrumentos, siendo uno de ellos las acciones, el cual le confiere deberes y derechos al fondo de pensiones en relación a la empresa donde ha invertido. Entre ellos tenemos el derecho a participar en la Junta de Accionistas y a participar en el directorio, siempre y cuando tenga suficiente número de acciones para designarlos.

El sistema previsional consiste en el pago de prestaciones a personas, teniendo en cuenta 3 variables importantes: cuándo se puede producir el hecho o siniestro, monto de la prestación, tiempo de pago de los beneficios.

Una vez definidos los montos de cada una de las prestaciones y la frecuencia y oportunidad de sus pagos, surge el problema actuarial de determinar los capitales necesarios para su financiamiento, los cuales pueden ser: aportes por cotizaciones de los afiliados y otras fuentes generadoras de ingresos (empleadores, estado, impuesto especiales, entre otros) y la rentabilidad que se puede obtener de la gestión financiera.

Respecto a la rentabilidad, Eduardo Rodríguez y Eduardo Miranda (<sup>20</sup>) señalan que existen cuatro condicionantes que debe estar siempre presentes en el cálculo del equilibrio actuarial

---

<sup>19</sup> Cfr. ICAZA, Diego. "Reformas necesarias en la normativa de inversiones a la luz de las experiencias que deja la crisis financiera", En: Avanzando en el Fortalecimiento y la consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual, FIAP, Chile, 2011, Pág. 123.

<sup>20</sup> Cfr. MIRANDA SALAS, Eduardo y RODRIGUEZ SILVA, Eduardo. Examen Crítico del Sistema de AFP. Editorial Universitarias 2003, Pág. 124. Santiago de Chile.

1. Que exista una política de inversiones que garantice durante toda la existencia del sistema, que los riesgos por variaciones de rentabilidad sean mínimos
2. Que haya seguridad en la colocación de las inversiones seleccionadas en relación con tipos de documentos, países, lugares e instituciones
3. Que la liquidez de las inversiones sea programada en forma coordinada con los flujos de egresos que el sistema previsional debe disponer para responder a sus compromisos
4. Que el costo de administración de los capitales no afecte la rentabilidad esperada

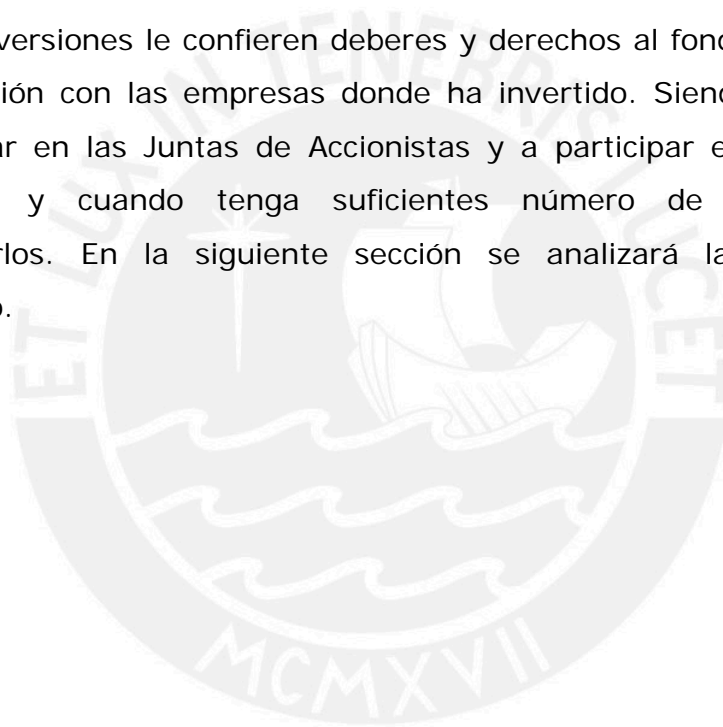
Todo esto resulta importante, ya que debe existir un calce entre el resultado obtenido producto de la rentabilidad resultante en las inversiones realizadas y el pago de la prestación al afiliado. Por esta razón es necesaria una eficiente gestión de las inversiones, en tanto que las estrategias aplicadas por el administrador en cada una de las inversiones serán las que finalmente determinaran un crecimiento en nuestro fondo para su posterior pago al afiliado

#### 1.4) Conclusiones a la Primera Sección

- Nuestro Sistema Previsional Peruano presenta 2 sistemas de pensiones, siendo el Sistema Nacional de Pensiones, cuyos aportes entran a un fondo común y luego estos son redistribuidos en montos máximos y mínimos que se gradúan en función del tiempo y de su cuantía. El otro sistema es el Sistema Privado de Pensiones conocido también como Sistema de Cuentas Individuales de Capitalización (CIC), es administrado por el sector privado a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones y es supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. En la CIC cada trabajador aporta para su propio fondo en tanto que dicho fondo no es compartido por ningún otro fondo, es decir, mientras más alta sea la remuneración y más alto el aporte al sistema, la pensión será mejor.
- El gobierno fiduciario viene dado por el conjunto de los más altos estándares profesionales en la gestión de las inversiones que garantiza un manejo profesional y diligente de los fondos al brindar tranquilidad y confianza al sistema de fondo de pensiones. El gobierno fiduciario está vinculado a toda acción realizada por la AFP en su condición de inversionista institucional, la cual deberá ser realizada de manera diligente. Mientras que el Buen Gobierno Corporativo está vinculado al conjunto de prácticas de negocio que busca que los órganos de administración y control de las AFP se rijan por el cumplimiento de los principios de responsabilidad, tanto frente a sus accionistas como a sus grupos de interés (principalmente del afiliado), con la única finalidad de dotarlas de transparencia y profesionalidad en todos los aspectos relacionados a su funcionamiento
- La Ley del SPP ha regulado los límites a las inversiones efectuadas por las AFP con los recursos de los Fondos que administran (para cada tipo

de fondo) y límites generales adicionales. Cabe señalar que el BCR podrá establecer porcentajes máximos operativos y/o sublímites a los establecidos en la Ley, encontrándose que el BCR esta aumentando gradualmente el límite operativo hasta alcanzar el límite legal. Dicha política de diversificación de cartera es una buena señal al mercado financiero, dado que las restricciones legales a la inversión de las AFPs puede limitar la diversidad de transacciones con instrumentos del exterior.

- Entre otros instrumentos, las AFPs invierten en acciones de empresas, estas inversiones le confieren deberes y derechos al fondo de pensiones en relación con las empresas donde ha invertido. Siendo el derecho a participar en las Juntas de Accionistas y a participar en el Directorio, siempre y cuando tenga suficientes número de acciones para designarlos. En la siguiente sección se analizará la regulación al respecto.





## SEGUNDA SECCIÓN: PARTICIPACION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LAS EMPRESAS CON INVERSIONES

### 2.1) Objetivos de las inversiones de los fondos de pensiones a nivel Latinoamericano

En la mayoría de países del mundo la normativa de pensiones establece que las administradoras de pensiones deben invertir los recursos previsionales en el mejor interés de los afiliados y beneficiarios, siempre buscando la maximización, equilibrio o adecuada rentabilidad, seguridad, diversificación y liquidez de los fondos de pensiones <sup>(21)</sup>. Tal es el caso a modo de ejemplo de la normativa de los siguientes países Chile, Colombia, Uruguay y Perú.

#### *Uruguay:*

***Artículo 123.- (Inversiones permitidas). El Fondo de Ahorro Previsional se invertirá de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y compatibilidad de plazos, de acuerdo con sus finalidades y respetando los límites fijados por la presente ley y las normas reglamentarias <sup>(22)</sup>.***

#### *Chile:*

***Artículo 45.- Las inversiones que se efectúen con recursos de un Fondo de Pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los afiliados y***

---

<sup>21</sup> ACUÑA, Rodrigo. Fondos de Pensiones: Derechos y Responsabilidades de las Administradoras de Fondos de Pensiones en las empresas en las cuales invierten los fondos de pensiones. Santiago, Octubre 2011. Disponible en Biblioteca de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

<sup>22</sup> Ley N° 16.713 de fecha 03 de setiembre de 1995

*constituirá un incumplimiento grave de las obligaciones de las Administradoras (23).*

*Colombia:*

*Artículo 51. Inversión de los recursos de pensión obligatoria. Con el fin de garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno Nacional, los cuales deberán considerar, entre otros, tipos y porcentaje de activos admisibles según el nivel de riesgo(24).*

*Perú:*

*Artículo 22.- Las AFP administran los fondos invirtiendo sus recursos en la forma determinada de la presente ley, sus reglamentos y las disposiciones generales que a ese efecto emita la Superintendencia, los cuales deben promover una gestión eficiente, flexible, oportuna del portafolio, que incentive la diversificación del riesgo financiero y que se base en las reglas prudenciales de gestión de portafolios (25).*

Debemos señalar que la inversión de los fondos de pensiones debe tener por objeto el mejor interés de los afiliados, quienes son los verdaderos partícipes de cada una de las inversiones que realiza el fondo, pero siempre buscando la seguridad y rentabilidad de los afiliados. Si bien existen algunos países que

---

<sup>23</sup> Decreto Legislativo 3.500

<sup>24</sup> Ley N° 1328 del 15 de julio de 2009, la cual modificó la Ley N° 100 de 1993

<sup>25</sup> Ley 29903 de fecha 19 de julio de 2012, la cual modificó al TUO de la Ley del Sistema Privado de Pensiones.

incorporan otros elementos en el objetivo de las inversiones de los fondos, es el caso de Costa Rica y México, estos finalmente no dejan de lado el objetivo último de las inversiones que es la actuación del fondo en el mejor interés de los afiliados.

***Costa Rica:***

***Artículo 60.- Principios rectores de las inversiones.***

***b) Deberán ser invertidos para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia dicte sobre el particular.***

***d) La Superintendencia deberá procurar que las operadoras, sin menoscabo del principio expuesto en el inciso b) de este artículo, inviertan los recursos de los fondos en instrumentos que permitan a los afiliados participar directamente de las rentas derivadas de la propiedad de los factores de producción. Adicionalmente, la Superintendencia procurará una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para la clase trabajadora <sup>(26)</sup>.***

***México:***

***Artículo 43.- El régimen de inversión deberá tener como principal objetivo otorgar la mayor seguridad y rentabilidad de los recursos de los trabajadores. Asimismo, el régimen de inversión tenderá a incrementar el ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo***

---

<sup>26</sup> Ley de Protección al trabajador N° 7.983 de fecha 18 de febrero de 2000

***acorde con el sistema de pensiones. A tal efecto, proveerá que las inversiones se canalicen preponderantemente, a través de su colocación en valores, a fomentar<sup>(27)</sup>:***

- a) La actividad productiva nacional;***
- b) La mayor generación de empleo;***
- c) La construcción de vivienda;***
- d) El desarrollo de infraestructura estratégica del país, y***
- e) El desarrollo regional.***

Todos estos objetivos de los fondos de pensiones son los pilares a los que apuntan cada AFP, de tal manera que su cumplimiento deberá ser supervisado por el regulador de cada país, para de esta manera asegurar el funcionamiento adecuado del fondo de pensiones.

En la supervisión de las inversiones, tiene que existir una supervisión de carácter externa que debería reunir las siguientes características <sup>(28)</sup>:

- Controlar que la gestión de la inversión de los fondos de pensiones se cumpla con las normas legales
- Ser imparcial, oportuna e independiente y estar basada en criterios técnicos y profesionales
- Promover los cambios necesarios a la regulación de inversiones para asegurar que se adapte a las condiciones de mercado
- Proveer información al público en forma oportuna, completa y clara

La información al público es necesaria en la medida que va a permitir al afiliado conocer la gestión de cada AFP en el proceso de toma de decisiones,

---

<sup>27</sup> Ley del Sistema de Ahorro para el retiro de fecha 23 de mayo de 1996

<sup>28</sup> MARGOZZINI, Francisco. Nuevo modelo de regulación de inversiones, Pág. 238

organización y estructura, para de esta manera tomar la mejor decisión en base a información oportuna, completa y clara. Sobre esta última característica debemos precisar que los términos en los que se presentan deben ser sencillos, para que una persona sin mayor especialización en el tema pueda comprender el funcionamiento de la AFP.

Sobre el particular, Rodrigo Acuña (<sup>29</sup>) señala que la información entregada al afiliado debe ser consistente para no confundirlos y además permitirles comparar las distintas variables para de esta manera tomar decisiones lo mas fundadas posibles. Asimismo considera importante conectar la información entregada con el objetivo final que tienen los sistemas de pensiones, siendo el entregar montos adecuados de pensión.

Lorena Masías (<sup>30</sup>) señala que para el cumplimiento de los objetivos de las inversiones se deberá fortalecer la gestión de inversiones, las políticas de control de riesgo y el manejo de conflicto de interés.

En el aspecto de la gestión de inversiones se deberá desarrollar benchmarks que fomenten un manejo activo de las inversiones. Si bien en el mercado internacional se puede encontrar benchmarks reconocidos como el Morgan Stanley World Class Index o el JP Morgan Emerging Market Bond Index, es necesario desarrollar índices que sirvan como indicadores de referencia para el portafolio local.

Respecto a la política de control de riesgos se requiere desarrollar indicadores que midan el riesgo en relación con el objetivo de brindar una pensión en el largo plazo.

---

<sup>29</sup> ACUÑA, Rodrigo. "Desempeño de los Fondos de Pensiones en los Programas de Capitalización Individual", En: Avanzando en el Fortalecimiento y la consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual, FIAP, Chile, 2011, Pág.83

<sup>30</sup> MASIAS, Lorena. El futuro del Sistema de Capitalización en el Perú: Visión del supervisor". Presentación del Seminario Internacional "El futuro de las Pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual" organizado por la FIAP los días 28 y 29 de mayo de 2008, pag.449

Respecto al manejo de conflicto de interés se requiere desarrollar indicadores de cumplimiento de diligencia fiduciaria que incluyan aspectos sobre conflicto de interés, transparencia en las políticas de inversiones personales de los funcionarios vinculados al proceso de inversión, registro previo de transacciones, cumplimiento del código de ética y requisitos de capacidad profesional

Eduardo Walker <sup>(31)</sup> señala que el objetivo de los Sistemas Privados de Pensiones consiste en maximizar una pensión esperada, sujeto a un nivel dado de contribuciones y a un nivel de riesgo o incertidumbre de la pensión futura. Estos riesgos pueden presentarse asociados al mercado del trabajo, a la rentabilidad acumulada sobre los aportes, a la re-inversión, a la longevidad y a la quiebra. También se presentan los riesgos políticos.

Los riesgos asociados al mercado de trabajo se presentan cuando existe un mercado de trabajo precario, con salarios variables e inestabilidad laboral.

Los riesgos asociados a la rentabilidad acumulada sobre los aportes se presentan durante todo el ciclo de vida de las inversiones, entre los cuales se encuentran los riesgos derivados de las inversiones en renta variable y los riesgos derivados de la inflación.

Los riesgos de re-inversión es el que se presenta al momento de la jubilación, ya que se tiene que tomar el ahorro para transformarlo en una pensión, pudiendo darse el caso que al momento de la jubilación de un futuro pensionista, las tasas de interés locales caen, lo cual generará una pensión menor.

---

<sup>31</sup> WALKER, Eduardo. Normativa de Inversiones e Información. Pág. 90-91. Presentación del Seminario Internacional "Avanzando en el fortalecimiento y la consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual" desarrollado en República Dominicana los días 19 y 20 de mayo de 2011. FIAP

Los riesgos de longevidad consisten en que el pensionista viva más de lo que se presupueste al momento de programarse el esquema de ahorro para su futura pensión, terminándose todos los ahorros.

Los riesgos de quiebra se presentan cuando se transfiere el riesgo de longevidad a un tercero, es el caso de una compañía de seguros de vida, en cuyo caso se asume el riesgo de solvencia de la compañía.

Los riesgos políticos son aquellos asociados a cambios en la regulación y a la expropiación de los recursos de la cuenta individual de capitalización.

## **2.2) Formas de intervención del Fondo de Pensiones en las empresas en las que se invierte**

Los inversionistas institucionales (AFP) pueden intervenir mediante el ejercicio de sus derechos como accionistas y ejerciendo su derecho como tenedores de bonos. Para efectos de la presente tesis, el desarrollo se va a centrar en el ejercicio de sus derechos como accionistas.

Este ejercicio implica acciones referidas a la participación de la AFP en transacciones y operaciones societarias que podrían perjudicar a accionistas minoritarios, la determinación de la política de remuneraciones del Directorio, la designación de auditores externos, la elección de directores independientes, la determinación de la composición del Directorio y el procedimiento para la selección de candidatos a Directores.

La participación en transacciones y operaciones societarias que podrían perjudicar a accionistas minoritarios, establece que las AFP intervienen en operaciones trascendentales de la empresa invertida, tal es el caso de cambios en control de la sociedad, fusiones, modificaciones de los estatutos, entre otras.

La determinación de la política de remuneraciones del Directorio consiste en que los fondos de pensiones participen mediante la Junta Ordinaria de

Accionistas, en el ajuste de las políticas de remuneraciones a fin de que sean proporcionales con rendimientos de cada director y de la empresa

La designación de auditores externos, consiste principalmente en que las AFP llevan a la Junta de Accionistas todos los aspectos referidos a la independencia de la sociedad de auditoria externa, limites al nombramiento del auditor externo, remuneración debe estar relacionado a la facturación total del auditor, entre otros aspectos.

La elección de directores independientes significa que las AFPs, al ser el principal accionista minoritario, deberá contribuir a elegir un numero importante de Directores, ya que se presenta una alta concentración de propiedad en manos de pocos accionistas, lo cual a su vez genera que los Directorios de las sociedades anónimas estén conformados, en su mayoría, por personas vinculadas directa o indirectamente a los accionistas controladores de la empresa.

La determinación de la composición del Directorio implica que las AFP buscan asociaciones con otros accionistas minoritarios con el objetivo de maximizar los votos para la elección de los directores independientes.

De todas estas participaciones de la Junta de Accionistas, considero que el proceso para la selección de candidatos a Directores, es uno de los mas importantes en tanto que implica la elección de los candidatos idóneos, profesionales e independientes, dejando atrás la mala practica de "falta de diversidad de candidatos"

Jaime Delgado <sup>(32)</sup> sostiene que en la actualidad se presenta pasividad en el comportamiento de la AFP como accionistas de grandes empresas cuando lo

---

<sup>32</sup> DELGADO ZEGARRA, Jaime Ricardo y FUERTES ANAYA, Aldo. Los Fondos de Pensiones ¿Qué futuro nos espera? Pag.91. Lima, Noviembre 2010



que debería de presentarse es un mejoramiento en los niveles de tratamiento equitativo de accionistas, incentivo a la creación de estructuras de transparencia corporativa, revelación de información oportuna y clara, implementación de mecanismos efectivos de rendición de cuentas, mejoramiento en la profesionalización e independencia de los directores y a que estos se organicen en comités y finalmente a manejar con mayor eficiencia los conflictos de interés. Por lo antes descrito se considera que las AFP deberían ser las principales activistas en la implementación de reformas de prácticas de buen gobierno corporativo en las empresas donde invierten.

Sobre lo señalado por el autor, considero que las AFP al ser accionistas minoritarios de mayor tamaño y especialización que los demás accionistas minoritarios de las empresas deberían propiciar e incentivar un tratamiento equitativos entre todos los accionistas, ya que como sabemos los otros minoritarios les resulta muy costoso realizar un control y supervisión de las decisiones mas relevantes tomadas por la empresa. A esta situación se le conoce como “el problema de la acción colectiva”, porque los accionistas minoritarios no quieren incurrir en costos de coordinación y monitoreo con los otros accionistas minoritarios para supervisar y fiscalizar la acción de los *insider* <sup>(33)</sup>.

En países como Colombia se ha regulado que las empresas emisoras de valores que quieran ser receptoras de fondos de las AFP deben contar con Prácticas de Buen Gobierno Corporativo, esto quiere decir que la influencia de las AFP en las empresas invertidas se convierte finalmente en una condición que determinará si la AFP invierte o no en una determinada empresa o en un instrumento emitido por ésta.

---

<sup>33</sup> Entiéndase por insider al equipo directivo y al grupo de control en cuanto ambos ostentan la administración

### 2.2.1) Deber de cuidado y deber de lealtad

Los fondos de pensiones pueden intervenir en el gobierno corporativo de las empresas en las cuales invierten mediante el monitoreo. Para ello deberán cumplir con el deber de cuidado y con el deber de lealtad.

El deber de cuidado implica que las AFP deben monitorear el comportamiento de las empresas en las que invierten, influyendo sobre las prácticas de buen gobierno corporativo de ellas, esto puede darse mediante el ejercicio de los derechos que la ley les otorga como inversionistas, en junta de accionistas o en el Directorio, según sea el caso. Asimismo las AFP pueden tener un diálogo con la empresa respecto de alguna política o decisión particular que atañe a la compañía y que puede afectar el valor de la inversión realizada, entre otras formas.

Mientras que el deber de lealtad, considera que los administradores del fondo deberán actuar en el mejor interés y para el exclusivo beneficio de los afiliados, no debiendo buscar el beneficio propio del administrador

De ambos deberes se desprende que la administradora de fondo de pensiones debe monitorear el comportamiento de las empresas en las que invierten para que de esta manera influyan en las prácticas de gobierno corporativo de las empresas, pudiendo realizarse mediante la intervención en junta de accionistas, en el Directorio o mediante el establecimiento de un diálogo con la empresa respecto de alguna política o decisión particular que atañe a la empresa. Esta influencia puede ser mayor o menor, dependiendo de la actitud más o menos activa que asuma el administrador

Las AFP tienen un deber fiduciario con los afiliados, que no es más que un prudente ejercicio de sus derechos como inversionista en las acciones de las sociedades. Este deber implica el prudente ejercicio de los derechos políticos adquiridos mediante la inversión realizada en los valores del emisor. Estos derechos políticos pueden ser el derecho a voto y la elección del directorio en las empresas en las cuales invierten.

Lo que se debe de buscar es que los fondos de pensiones tengan una actitud activista, que implique colocar a la empresa en una posición tal que le permita negociar con el fondo de pensiones respecto de alguna política o decisión particular que atañe la empresa.

### 2.2.2) Beneficios y problemas del activismo

Fernando Lefort <sup>(34)</sup> señala que el activismo presenta muchos beneficios no solo para la empresas en la cuales se invierten sino además para todos los afiliados al fondo de pensiones. Los beneficios encontrados en esta actitud potencialmente activa son:

1. Monitoreo sobre la administración (plana ejecutiva o accionista controlador), ya que se disminuye el problema de agencia y aumenta el valor de la empresa
2. Rol de aumentar la información que tiene el mercado, ya que los fondos de pensiones sirven para informar al mercado respecto a lo que está pasando en la empresa<sup>35</sup>
3. Existen prácticas específicas en las que los fondos de pensiones pueden poner a la empresa en una posición de incentivarlo a tomar una práctica de Buen Gobierno Corporativo

Respecto al primer beneficio considero que el problema de agencia que se presenta es respecto a la plana ejecutiva (agente) de la empresa invertida quien podría actuar en forma deficiente en perjuicio de los accionistas (principal). De esta manera, las AFP como accionista minoritario debería tener

---

<sup>34</sup> LEFORT, Fernando. La contribución de las administradoras de fondos de pensiones al gobierno societario de las empresas chilenas, Agosto 2007.Pag.19.

<sup>35</sup> Este aspecto esta referido a que los fondos de pensiones pueden entregar información acerca de las malas prácticas de gobierno corporativo que se encuentran sucediendo al interior de la empresa, es el caso de comportamiento extractores de rentas o acciones ilícitas por parte de los directores o gerentes. Para ello puede utilizar mecanismos como la difusión en los medios periodísticos (su opinión es escuchada por el público por la notoriedad), acciones legales, entre otros

una vigilancia constante en las empresas en las cuales invierte, esta situación probablemente limitará la actuación deficiente de los administradores en tanto que primeramente evaluarán su actuación antes de ejecutarla en tanto que existe un inversionista atento a cualquier deficiencias en su gestión, es por esta razón que considero que reducirá el problema de agencia

Respecto al segundo beneficio, se aprecia que las AFP son inversionistas institucionales que tienen un poder de influencia de tal magnitud que facilitarán al mercado cualquier información referidas a fraudes e ilícitos cometidos al interior de la empresa en la cual han invertido, lo cual beneficiará a los inversionistas actuales y potenciales. No obstante, debemos precisar que las AFP no pueden revelar información confidencial de la empresa, es decir ni información privilegiada ni reservada, tal como señala el artículo 40 de la Ley de Mercado de Valores:

***Artículo 40: "...Se entiende por información privilegiada cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada..."***

Respecto al tercer beneficio, podemos decir que las AFP presentan un enorme poder de negociación por el tamaño de inversión que representan y por el mayor grado de especialización en la materia, lo cual facilitará contar con una fluida negociación y comunicación directa con la empresa, incentivándola en todo momento a mejorar en algunos aspectos de gobernanza corporativa

Paralelamente este autor también nos señala los problemas de un excesivo activismo, que nos ayuda de alguna manera a ponderar los costos y beneficios de una actitud activa en las empresas invertidas por los fondos de pensiones, siendo los siguientes:

1. Los administradores de las carteras no necesariamente saben cuáles son las mejores prácticas de gobierno corporativo que deberían aplicarse en una empresa en particular. Sobre este punto, es necesario indicar que actualmente existen Códigos de Buen Gobierno Corporativo en la mayoría de empresas, que establecen los lineamientos básicos para mejorar la organización interna y funcionamiento de los órganos de gestión y administración. Tal es el caso del Manual Para las Buenas Prácticas de Buen Gobierno Corporativo de la empresa Ferreyros <sup>(36)</sup>, Código de Buen Gobierno Corporativo de Backus, <sup>(37)</sup>, entre otros.

2. En la medida que los fondos de pensiones compren más paquetes accionarios disminuye la liquidez, ya que son inversionistas que transan poco sus tenencias de acciones.

3. Existe la posibilidad de que surja conflicto de intereses, por la sensibilidad de los administradores a presiones corporativas, la aparición de problema de agencia dentro de la propia administradora de fondos y aparición de otros intereses.

Sobre el primer y tercer aspecto considero que el problema de administradores del fondo de pensiones con desconocimiento de las mejores prácticas de gobierno corporativo a aplicar en las empresas invertidas, y el eventual surgimiento de conflicto de intereses tiene su origen en los siguientes puntos:

- Los mecanismos de designación y elección de Directores en las empresas en las cuales invierten deben ser adecuados, transparentes, buscando profesionales con experiencia y conocimiento, esto debido a que los representantes del fondo de pensiones contribuye con sus votos a elegir un número determinado de directores. Sin embargo, en la práctica no existe un eficiente mecanismo de designación y elección de Directores, que permita contar con un listado de candidatos con

---

<sup>36</sup> Se encuentra debidamente publicado en [www.ferreycorp.com.pe](http://www.ferreycorp.com.pe)

<sup>37</sup> Se encuentra debidamente publicado [www.backus.com.pe](http://www.backus.com.pe)

idoneidad moral, experiencia y especialización en el cargo. Un evidente ejemplo lo tenemos en Chile, en el cual desde hace seis años sus administradoras de pensiones comenzaron a profesionalizar el proceso de selección, contratando a empresas de “head hunting” para seleccionar a los candidatos más idóneos. Una vez que las administradoras definen el perfil de sus candidatos, las agencias cuentan con total independencia para elaborar sus listados. La firma elegida para el 2013 fue Seminarium, compañía chilena especializada en la búsqueda y selección de directores, que ya había cumplido esta tarea en el año 2008, 2009 y 2010.

A esto se suma que el artículo 94 del Reglamento de TUO del Sistema Privado de Pensiones<sup>(38)</sup> señala que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP reglamentará las demás condiciones a que se deben someter los representantes de los fondos de pensiones, las reglas que estos deben observar en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones han sido adquiridas con recursos del fondo, así como las sanciones aplicables en caso de incumplimiento, pero en la realidad no se ha emitido reglamento alguno. Lo que si se observa en el Reglamento es que en la elección de directores, los representantes se encuentran impedidos de votar por candidatos que sean accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP.

- Inexistencia de Regulación sobre los derechos y obligaciones que corresponden a los representantes del fondo de pensiones, ya que son los únicos autorizados a velar por la defensa de los derechos que corresponden al Fondo, con independencia de los intereses de las AFP, y además de sujetarse a las prácticas de buen gobierno corporativo y propiciar la adopción de éstas en los órganos de gobierno en los que ejercen el encargo.

---

<sup>38</sup> Aprobado mediante Decreto Supremo 054-97-EF

En consecuencia estos problemas potenciales de implementar una actitud activa en los administradores de los fondos de pensiones se resuelven con adecuados mecanismos de elección de directores independientes en las empresas en las cuales invierten y además con regulación que profundice los derechos y obligaciones que tienen las administradoras en las empresas donde han invertido en acciones o en las cuales tienen derechos patrimoniales y que además reglamente las demás condiciones a que se deben someter los representantes de los fondos de pensiones, las reglas que estos deben observar en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones han sido adquiridas con recursos del fondo, así como las sanciones aplicables en caso de incumplimiento.

Esta explicación de los beneficios y problemas del activismo del fondo de pensiones, aplicado a la realidad peruana, nos permite realizar una ponderación, resultando del análisis de los mismos que los costos asociados a un activismo son menores que los beneficios que recibiría los fondos de pensiones y la empresas con inversiones, ya que contribuye a mejorar los mecanismos internos del gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten y por tanto contribuye a aumentar el valor de los fondos que administra. Además, estos costos pueden ser superados con la implementación de los mecanismos, leyes y reglamentos necesarios para minimizar los riesgos y actuar en forma prudente.

### **2.3) Canal indirecto de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas**

El enorme poder de las AFP ha ido incrementando cada día más, convirtiéndola actualmente en el grupo de poder económico más importante del país. Conforme al reporte de la SBS se tiene que al mes de diciembre de 2012 la

cartera administrada ascendió a US\$ 37,967 (equivalente a S/. 96.372 millones de soles) <sup>(39)</sup>.

La importancia de los fondos de pensiones en la economía se refleja en que los fondos de pensiones representan el 73% del ahorro interno, 77% de la inversión total y el 96% de la inversión privada en el país<sup>40</sup>. Sobre esta última cifra, nos queda claro que el fondo de pensiones es una importante fuente de financiación de la inversión en nuestro país. Además podemos colegir que existe una relación directa entre los fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de valores ya que el desarrollo de la segunda depende en gran medida de las inversiones de las AFP.

El efecto de Sistema Privado de Pensiones sobre el mercado de capitales ha sido positivo, encontrándose entre los logros más importantes, la apertura de la información, la transparencia en las prácticas del gobierno corporativo y la mayor liquidez.

En ese mismo sentido opina Soledad Hormazabal <sup>(41)</sup>, quien señala que el canal indirecto de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas se da por el aumento en la frecuencia y los volúmenes de transacciones de los fondos de pensiones en el mercado local, lo cual han hecho más atractiva la emisión de acciones como alternativa de financiamiento, incrementando el número de empresas que se encuentran listadas en bolsa. Este ambiente más dinámico, transparente y profesionalizado

---

<sup>39</sup> Boletín Semanal SBS N° 43, semana de 23 al 26 de octubre de 2012. Disponible en [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

<sup>40</sup> SECADA, Pablo. Repensando el Mercado de Capitales Peruano en el contexto de las AFP. Presentación del Seminario Internacional "El futuro de las Pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual" organizado por la FIAP los días 28 y 29 de mayo de 2008, Pág.432.

<sup>41</sup> HORMAZABAL D. Soledad. Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) El caso Chileno. Economic Research Department N° 10/05. Abril 2010, pág. 15-16



en el que se desenvuelven las empresas ha forzado a que estas incrementen la calidad de sus gobiernos corporativos.

Al respecto queda claro que a mayor cantidad de transacciones entre los fondos de pensiones y las empresas emisoras de acciones, se tendrá un ambiente mas dinámico y profesionalizado por parte de las compañías, es decir, presentaran mejores prácticas de buen gobierno corporativo y transparencia de información.

Un estudio realizado por Musalem <sup>(42)</sup>, establece que para el desarrollo del mercado de capitales es necesario entre otras acciones, mejorar prácticas internacionales de gobierno corporativo, estándares internacionales contables, de valuación y auditoría, esto debido a que los mejores resultados en los mercados de valores y en el financiamiento de empresas se consiguen cuando las inversiones de los inversores institucionales son conducidas bajo las reglas de inversor prudente y la industria esta protegida del riesgo político

Ciertamente, este autor establece que el desarrollo del mercado de capitales está condicionado a la adopción de mejores prácticas de buen gobierno corporativo, ya que si las empresas no son capaces de adoptarlas en su estructura interna, generarán desconfianza en los potenciales inversionistas institucionales, en especial de los fondos de pensiones

#### **2.4) Canal directo de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas**

El canal directo de influencia positiva en el gobierno corporativo de las empresas se da a través de la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios, esto en tanto que las AFPs presentan una adecuada limitación de la propiedad en la mayoría de las empresas en las que invierten, lo que les impide participar directamente en la administración de las empresas. Dicha

---

<sup>42</sup> MUSALEM, Alberto. Ahorro Contractual y mercado de capitales. Presentación del Seminario Internacional sobre inversión de los fondos de pensiones desarrollado en Lima el 04 de noviembre de 2004, pag.141

participación se limita a ejercer el derecho como accionistas mediante la participación en las juntas de accionistas y la elección de directores independientes <sup>(43)</sup>.

Sobre la adecuada limitación a la propiedad en las empresas invertidas, opino en el mismo sentido que el autor en tanto que considero que lo topes máximos fijados por la ley resultan eficientes puesto que las Administradoras solo deben prestar servicios relacionados con las pensiones, es decir, administrar portafolios principalmente y no coadministrar empresas, no resultando conveniente que las AFP controlen o gestionen empresas al no ser su área de expertise.

Respecto a la participación en junta de accionistas, se tiene que dicha obligación implica que los representantes de los fondos de pensiones deben pronunciarse respecto a los asuntos que sean sometidos a discusión, dejando constancia de su voto en las respectivas actas e informar a la AFP el resultado de su gestión.

En Chile, de manera similar las administradoras de fondos de pensiones han asumido en forma responsable su obligación de ejercer todos los derechos políticos, especialmente el derecho de asistencia y voto en junta de accionistas, regulándose de la siguiente manera:

***Artículo 355 del Decreto Ley 3.500:***

***b) Los representantes de la Administradora estarán siempre obligados a manifestar de viva voz su voto en las elecciones en que participaren, debiendo dejar constancia de ello en el acta de la respectiva junta de accionistas.***

---

<sup>43</sup> HORMAZABAL D. Soledad. Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) El caso Chileno. Economic Research Department N° 10/05. Abril 2010, pág. 16-18

La casuística sobre los representantes de los fondos de pensiones, ejerciendo sus derechos como accionistas en transacciones y operaciones societarias que podrían perjudicar a accionistas minoritarios en muy variada en países como Chile, mientras que a nivel local no se ha encontrado documentos públicos sobre casos similares.

En tal sentido desarrollaré los casos más emblemáticos de Chile, lo cual nos ayudará a identificar situaciones que podrían producirse en el Perú, contribuyendo de esta manera a la búsqueda de soluciones más efectivas. Cabe precisar que en todas estas operaciones, las AFP Chilenas han tenido un rol importante, es el caso de cambios de control de la sociedad, fusiones, modificaciones de los estatutos, enajenación de activos esenciales, entre otras operaciones.

- Caso Chispas

El caso Chispas nos muestra el importante rol de las administradoras de fondos de pensiones ejerciendo su rol de inversionistas institucionales. Este caso ocurrió en el año 1997, luego de que las AFP criticaran el acuerdo entre los ejecutivos de Enersis y Endesa España respecto de la adquisición del control de Endesa Chile. En aquél entonces, las administradoras citaron a junta extraordinaria de Accionistas, alertaron a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y fueron actores clave para lograr que Endesa España modificara, en beneficio de los accionistas minoritarios, los términos de su plan de adquisición. Por lo antes expuesto, se considera al caso Chispas como uno de los primeros casos y de los más emblemáticos en que las AFP, en representación de los minoritarios, hicieron valer su voz.

- Venta de Telefónica Net a Terra (1999)

Las AFP consideraron que el precio ofrecido por Terra para adquirir Telefónica Net estaba por debajo del valor aceptable de mercado. Los directores elegidos por las AFP se opusieron a la transacción, los representantes de las

administradoras votaron en contra de la operación en Junta de Accionistas, y finalmente las AFP iniciaron acciones legales contra Telefónica CTC.

- Venta del Negocio Celular a Telefónica Móviles (2004)

Las AFP solicitaron la realización de una Junta Extraordinaria de Accionistas para modificar los términos de una transacción entre Telefónica CTC y su empresa relacionada Telefónica Móviles S.A. La presión de las AFP llevó a un incremento en el precio de venta de US\$50 millones y el pago de un dividendo extraordinario a los accionistas de US\$800 millones.

- Fusión MASISA – Terranova (2004)

Durante la Junta de Accionistas, AFP Habitat solicitó formalmente el reparto de un dividendo adicional de 54 millones de dólares, como condición para la aprobación de la fusión entre Terranova y MASISA. Entre las condiciones planteadas se encuentran: el pago de un dividendo adicional por 54 millones de dólares, en adición al dividendo mínimo obligatorio de 12 millones de dólares; y el monto que deba pagar Masisa S.A, como consecuencia del derecho a retiro ejercido por los accionistas disidentes de la fusión antes indicada, en su caso, no exceda de US\$ 6.000.000.

- Cambio de Estatutos de Soquimich (2005)

Este ejemplo muestra el rol de las AFP como accionista minoritario significativo en la pugna por el control de SQM. En este caso, las AFP apoyaron a Potash Corporation para modificar los estatutos de SQM y lograr la unificación de los derechos de las dos series accionarias y la imposición del límite máximo de votación de 37,5% del derecho de voto de cada serie a las votaciones realizadas por accionistas relacionados actuando en pos de un mismo interés.

- OPA Telefónica Internacional por CTC (2008)

Telefónica, a través de su filial chilena “Inversiones Telefónica Internacional Holding Ltda.”, lanzó en septiembre de 2008 una OPA por el 55,1% de las acciones de Compañía Telecomunicaciones de Chile S.A. (CTC), que no eran de su propiedad. Vital fue la participación de las administradoras, en una primera instancia para bloquear la OPA y luego, en una segunda junta de accionistas, lograr un mejor precio por acción.

Con relación a la elección de los directores independientes, considero que es la principal arma que mantiene las AFP para cautelar el cumplimiento de las mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo al interior de la empresa y por tanto verse reflejada en mejores tomas de decisiones en beneficios del fondo de pensiones y por tanto del afiliado.

Debemos precisar que el Directorio es la principal instancia del gobierno de la empresa y tiene la función de gestión, representación, dirección y supervisión de la empresa para el adecuado desarrollo del objeto social. En tal sentido, es necesario contar con directores independientes elegidos con los votos de la administradora, ya que juegan un papel importante, como por ejemplo velar porque aquellas transacciones en las que uno o más miembros del directorio puedan tener un conflicto de interés se realicen en las mejores condiciones posibles para la empresa.

El término director independiente ha sido definido en la normativa sobre Gestión Integral de Riesgos (<sup>44</sup>), el cual señala al Director que es seleccionado por su prestigio profesional y que no se encuentra vinculado con la administración de la empresa, con el grupo económico de la misma, ni con los accionistas principales de la empresa. Cabe destacar que la vinculación esta

---

<sup>44</sup> Este Reglamento ha sido aprobado mediante Resolución SBS N° 037-2008 el 10 de enero de 2008

definida en las normas especiales sobre vinculación y grupo económico<sup>45</sup>. Se considera como accionistas principales a aquellas personas naturales o jurídicas que tienen la propiedad del cinco por ciento (5%) o más de las acciones de la empresa.

También ha sido indirectamente regulado en la normativa sobre el Sistema Privado de Pensiones<sup>46</sup>, al señalarse que en la elección de directores, los representantes se encuentran impedidos de votar por candidatos que sean accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP.

Por lo antes expuesto considero que las AFPs, presentan las herramientas necesarias para conducir a la empresa según las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo sea mediante su participación en las Junta General de Accionistas o mediante la elección de directores independientes en la empresa invertida. Con estos mecanismos se frenará posibles comportamientos que únicamente beneficien a los administradores o a los accionistas mayoritarios de la empresa.

---

<sup>45</sup> Este Reglamento ha sido aprobado mediante Resolución SBS N° 445-2000 el 28 de junio de 2000

<sup>46</sup> Se encuentra establecido en el artículo 94 del Reglamento del TUO de la Ley del Sistema Privado de Pensiones

## 2.5) Conclusiones a la Segunda Sección

- La inversión de los fondos de pensiones debe tener por objeto el mejor interés de los afiliados, quienes son los verdaderos partícipes de cada una de las inversiones que realiza el fondo. Para dar cumplimiento al objetivo se necesita establecer o mejorar las reglas de manejo de conflicto de interés que no es mas que desarrollar indicadores de cumplimiento de diligencia fiduciaria que incluyan aspectos sobre conflicto de interés, transparencia en las políticas de inversiones personales de los funcionarios vinculados al proceso de inversión, registro previo de transacciones, cumplimiento del código de ética y requisitos de capacidad profesional
- Las AFP al ser accionistas minoritarios de mayor tamaño y especialización que los demás accionistas minoritarios de las empresas deberían propiciar e incentivar un tratamiento equitativos entre todos los accionistas, ya que como sabemos los otros minoritarios les resulta muy costoso realizar un control y supervisión de las decisiones mas relevantes tomadas por la empresa
- La administradora de fondo de pensiones debe monitorear el comportamiento de las empresas en las que invierten. Dicha labor implica que deberán cumplir con el deber de cuidado y con el deber de lealtad. El deber de cuidado implica que las AFP deben monitorear el comportamiento de las empresas en las que invierten, influyendo sobre las prácticas de buen gobierno corporativo de ellas. Mientras que el deber de lealtad, considera que los administradores del fondo deberán actuar en el mejor interés y para el exclusivo beneficio de los afiliados, no debiendo buscar el beneficio propio del administrador.
- El activismo del fondo de pensiones en las empresas en la cuales invierten presenta mayores beneficios que costos asociados al mismo, ya que se contribuye a mejorar los mecanismos internos del gobierno

corporativo de las sociedades en las que invierten y por tanto contribuye a aumentar el valor de los fondos que administra.

- Los problemas potenciales de implementar una actitud activa en los administradores de los fondos de pensiones se resuelven con mecanismos adecuados y transparentes de elección de directores independientes y con una selección adecuada de profesionales con experiencia y conocimiento del ramo en las empresas en las cuales invierten y además con regulación que profundice los derechos y obligaciones que tienen las administradoras en las empresas donde han invertido en acciones o en las cuales tienen derechos patrimoniales y que además reglamente las demás condiciones a que se deben someter los representantes de los fondos de pensiones, las reglas que estos deben observar en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones han sido adquiridas con recursos del fondo, así como las sanciones aplicables en caso de incumplimiento.
- El canal indirecto de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas se da a través del aumento en la frecuencia y los volúmenes de transacciones de los fondos de pensiones en el mercado local, lo cual hace más atractiva la emisión de acciones como alternativa de financiamiento, incrementando el número de empresas que se encuentran listadas en bolsa. Este ambiente más dinámico, transparente y profesionalizado en el que se desenvuelven las empresas ha forzado a que estas incrementen la calidad de sus gobiernos corporativos
- El canal directo de influencia positiva en el gobierno corporativo de las empresas se da a través de la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios. Dicha participación se limita a ejercer el derecho como accionistas mediante la participación en las juntas de accionistas y la elección de directores independientes.

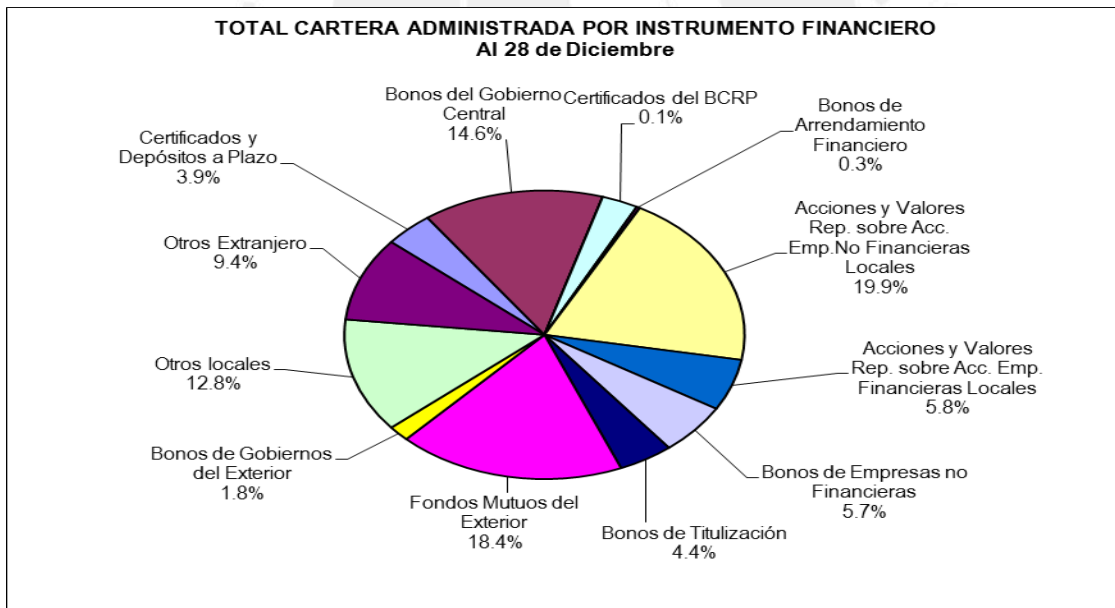


## TERCERA SECCIÓN: FONDOS DE PENSIONES Y DIRECTORES INDEPENDIENTES EN LAS EMPRESAS CON INVERSIONES

### 3.1) Directores independientes en las empresas invertidas

En primer lugar, debemos presentar la estadística actual sobre la participación de la cartera administrada por la AFP en los diferentes instrumentos invertidos, los cuales nos permitirán acercarnos a los emisores que serán materia de análisis en el presente trabajo. (empresas financieras locales y empresas no financieras locales),

Al 28 de Diciembre de 2012, la participación de los principales instrumentos en la Cartera Administrada es la siguiente: acciones y valores representativos sobre acciones de empresas locales 25,7%, fondos mutuos del exterior 18,4%, bonos del gobierno central 14,6%, bonos de empresas no financieras 5,7%, bonos de titulización 4,4% y certificados y depósitos a plazo 3,9%.



Como podemos apreciar las inversiones en acciones y valores representativos sobre acciones en empresas no financieras locales representa uno de los mayores porcentajes (19.9%), mientras que las inversiones en acciones y valores representativos sobre acciones en empresas financieras locales

representa un menor porcentaje (5.8%). Ambos tipos de empresas serán evaluadas (financieras y no financieras). Al respecto, se tiene que las empresas que están incluidas en el sistema no financiero y financiero y que a su vez han recibido inversiones de los fondos de pensiones son las siguientes:

<b>I. EMISORES LOCALES (Abril 2012)</b> (En miles de nuevos soles)			
<b>EMPRESAS BANCARIAS Y FINANCIERAS</b>			
	<b>Banco Continental</b>	Acciones Comunes	568 565
	<b>Scotiabank Perú</b>	Acciones Comunes	46 555
<b>INDUSTRIA</b>			
	<b>Alicorp</b>	Acciones Comunes	1 927 628
<b>Cemento</b>			
	<b>Cementos Lima</b>	Acciones Comunes	952 779
	<b>Cementos Pacasmayo</b>	Acciones Comunes	616 518
<b>Maquinaria</b>			
	<b>Ferreyros</b>	Acciones Comunes	665 382
<b>INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN</b>			
	<b>Graña y Montero</b>	Acciones Comunes	1 904 700
<b>HIDROCARBUROS</b>			
	<b>Refinería La Pampilla</b>	Acciones Comunes	164 020
	<b>The Maple Gas Corporation del Perú</b>	Acciones Comunes	133 925
<b>MINERAS</b>			
	<b>Atacocha</b>	Acciones Comunes	136 397
	<b>Cía. De Minas Buenaventura</b>	Acciones Comunes	2 339 033
	<b>Hochschild Mining</b>	Acciones Comunes	146 606
	<b>Milpo</b>	Acciones Comunes	1 126 972
	<b>Sociedad Minera El Brocal</b>	Acciones Comunes	93 715
	<b>Volcan Cia. Minera</b>	Acciones Comunes	3 589 221
<b>SERVICIOS PÚBLICOS</b>			
	<b>Edegel</b>	Acciones Comunes	546 818
	<b>Edelnor</b>	Acciones Comunes	250 700
	<b>Energía del Sur</b>	Acciones Comunes	1 114 732
	<b>Luz del Sur</b>	Acciones Comunes	360 916
<b>DIVERSAS</b>			
	<b>Pesquera Exalmar</b>	Acciones Comunes	28 958

El Directorio de cada una de estas empresas antes mencionadas, se encuentran regulados por la Ley General de Sociedades, el cual señala que

***Artículo 172: Gestión y administración***

***El Directorio tiene las facultades de gestión y de representación legal necesaria para la administración de la sociedad dentro de su objeto, con excepción de los asuntos que la ley o el estatuto atribuyan a la junta general.***

En consecuencia la competencia del Directorio se divide en dos aspectos: externo e interno, donde el primero se refiere a las facultades de representación y el segundo a las facultades de gestión.

El Dr. Enrique Elías <sup>(47)</sup> señala que las funciones que debe realizar la administración son de representación y de gestión social. La función de representación supone la realización de actos y la ejecución de políticas y programas para lograr el objeto social, mientras que la función de gestión se manifiesta en las operaciones y actos que son decididos para desarrollar el objeto social y realizar la actividad empresarial.

El patrón de conducta que debe cumplir todo director en el desempeño de su cargo es el de ser un ordenado comerciante y representante leal, si bien estas expresiones no están definidas en la ley, si deben de ser aplicadas en las funciones de gestión y representación que realicen. Entiéndase por ordenado comerciante y representante leal a aquellas cualidades que debe tener un buen hombre de negocios para tratar de conservar y desarrollar el patrimonio de la sociedad.

---

<sup>47</sup> Cfr. ELIAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano. Editora Normas Legales S.A. Trujillo, 1999, pp.410-411

En la mayoría de las legislaciones societarias (<sup>48</sup>) del mundo se establecen que los directores deben actuar de buena fe y en forma informada, cumpliendo los deberes de lealtad y cuidado debido para con la compañía y todos sus accionistas.

El Manual de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (PBGC) señala que los miembros del Directorio deben desempeñar su labor de buena fe, con la diligencia, cuidado y reserva debidos, velando siempre por los mejores intereses de la empresa y de sus accionistas, contando con una información completa.

Respecto a la figura de los directores independientes, desde la perspectiva de elección de las sociedades anónimas debemos indicar que es una figura relativamente nueva, que no tiene desarrollo en la Ley General de Sociedades, existiendo tan solo algunas normas que nos acercaran a la definición de Director. Es el caso del artículo 160° que establece que no se requiere ser accionista para ser director a menos que el estatuto exija lo contrario. El segundo párrafo del artículo 173° señala que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes lo eligieron; y finalmente el artículo 180° establece las normas sobre conflictos de intereses entre el director y la sociedad. Todas estas normas nos ayudan a tener una idea sobre lo que debería entenderse por director, pero no aclara la figura de director independiente.

El término independiente puede ser utilizado con referencia a un director en dos momentos: cuando el director es elegido y cuando el director ejerce su cargo. Respecto al primer momento, se refiere a las condiciones personales del director al momento de su elección, siendo que la Ley General de Sociedades

---

<sup>48</sup> En Chile, el artículo 41 de la Ley de Sociedades Anónimas establece expresamente este deber de lealtad indicando que la responsabilidad de los directores en ese sentido no puede ser liberada o limitada en ninguna forma por la empresa.

no exige que los directores sean independientes al momento de su elección, esto conforme al artículo 160°

El artículo 160° establece que no se requiere ser accionista para ser director a menos que el estatuto exija lo contrario. De esta manera se permite que un director sea un funcionario de la sociedad o inclusive una persona relacionada al accionista. Esto se plasma en la realidad con directorios de sociedades anónimas conformadas en su mayoría por personas vinculadas directa o indirectamente a los accionistas controladores de la empresa

No obstante la Ley ha regulado elección de directores en representación de la minoría, estableciéndose en el artículo 164° que el método de elección de directores debe garantizar la representación de la minoría. Esto significa que los fondos de pensiones u otros inversionistas al constituirse como accionistas minoritarios de las sociedades anónimas pueden ser representados por directores

Respecto al segundo momento, se refiere a la actuación del director en el ejercicio de su cargo, teniendo, al respecto, los artículos 173, 180 que establecen lo siguiente:

***Artículo 173°.- Información y funciones***

***Cada director tiene el derecho a ser informado por la gerencia de todo lo relacionado con la marcha de la sociedad.***

***Este derecho debe ser ejercido en el seno del directorio y de manera de no afectar la gestión social.***

***Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron.***

***Artículo 180°.- Conflicto de intereses***

***Los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelén el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, ni usar en beneficio propio o de terceros relacionados las oportunidades comerciales o de negocios de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo. No pueden participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad, sin el consentimiento expreso de ésta.***

***El director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución concerniente a dicho asunto.***

***El director que contravenga las disposiciones de este artículo es responsable de los daños y perjuicios que cause a la sociedad y puede ser removido por el directorio o por la junta general a propuesta de cualquier accionista o director.***

De acuerdo al artículo 173°, el director tendrá que ser independiente en el ejercicio de su cargo, sin embargo el artículo 180 reconoce que el director puede defender intereses particulares o los intereses de aquel accionista que lo eligió siempre y cuando no existan temas en los cuales puede existir conflicto de intereses con la sociedad, es decir cuando exista conflicto entre los intereses del director o del accionista que lo eligió y los intereses de la sociedad se preferirá a este último. Sobre este último aspecto, considero que los directores elegidos por las AFP juegan un importante papel, ya que podrán vigilar aquellas transacciones en la que uno o mas miembros del Directorio puedan tener un conflicto de interés se realicen en las mejores condiciones posibles para la empresa

Por otro lado, la Resolución CONASEV N° 096-2003-EF/94.11 precisa los alcances del concepto director independiente, de esta manera:

***“Los directores independientes son aquellos que no se encuentran vinculados con la administración de la entidad emisora ni con los accionistas principales de la misma (...) Los accionistas principales son aquellas personas naturales o jurídicas que tienen la propiedad del cinco (5%) o mas del capital de la entidad emisora”***

En ese mismo sentido los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas expresan al respecto que los directores independientes son aquellos seleccionadas por su prestigio profesional y que no se encuentran vinculados con la administración de la sociedad ni con el grupo de control de la misma.

De ambas normas podemos colegir que el director independiente solo podrá estar vinculado con el accionista que tenga menos del 5% de acciones en la empresa, caso contrario, quedara prohibido de vincularse con aquel accionista.

En la regulación del Sistema Financiero tenemos que el Reglamento de la Gestión Integral de Riesgos (<sup>49</sup>) entiende por director independiente a aquel Director que es seleccionado por su prestigio profesional y además no se encuentra vinculado con la administración de la empresa, con el grupo económico de la misma, ni con los accionistas principales de la empresa. Esta definición que es aplicable a las Administradoras de Fondos de Pensiones va en el mismo sentido que las anteriores descripciones al prohibir que los directores se vinculen con la administración y con el grupo económico o de control.

Las cualidades que debe tener un director independiente pasan por la capacidad de búsqueda y percepción de oportunidades, capacidad de estudio en profundidad de los asuntos importantes, dedicación, no tener conflicto de

---

<sup>49</sup> Aprobado por la Resolución SBS N° 037-2008 de fecha 10 de enero de 2008

interés, tener experiencia al más alto nivel, comunicador y persuasivo, ser respetado en la comunidad, sereno, justo, ecuánime-componedor y firme (<sup>50</sup>).

Las funciones más importantes que realizan los directores independientes son las siguientes (<sup>51</sup>):

- Analizar potenciales conflictos de interés como transacciones entre partes relacionadas, desviaciones de oportunidades de mercado, préstamos a ejecutivos y otros.
- Analizar los estados financieros velando que se ajusten a los principios contables
- Analizar los sistemas de auditoría interna, observando su buen funcionamiento
- Velar por la transparencia en la entrega de información
- Evaluar el desempeño de los ejecutivos y el cumplimiento de los objetivos trazados en el plan estratégico
- Exigir a la administración la entrega de información o antecedentes sobre aquellas materias donde los directores independientes deseen indagar o investigar.

La importancia de los directorios independientes al interior de la empresa ha sido traducida en la última recomendación formulada en la New York Stock Exchange, la cual establece que la sociedades listadas en bolsa tiene la obligación de tener una mayoría de directores independientes (<sup>52</sup>)

---

<sup>50</sup> Documento de trabajo elaborado por el estudio Ferrero Abogados tomando en cuenta aportes de PROCAPITALES. Designación de directores independientes en las empresas en las que invierten los Fondos privados de Pensiones. ídem

<sup>51</sup> FIGUEROA, Luis y SANTIBAÑEZ, Francisco. Gobiernos Corporativos y directores independientes. ídem

<sup>52</sup> Documento presentado por la New York Stock Exchange del 06 de junio de 2002



Una estudio realizada por Spencer Stuart (<sup>53</sup>) nos muestra cual ha sido la tendencia en Estados Unidos respecto a la composición del directorio por directores independientes, siendo en el año 1998 el 78% de directores de un total de 500 empresas norteamericanas (<sup>54</sup>) son independientes, mientras que en el año 2003 el 79% y después de 5 años, en el 2008, el 82%. Estas cifras nos muestran la tendencia por aumentar progresivamente el número de directores totalmente independientes.

Actualmente en Chile, se ha publicado la Ley 20.382, el cual establece nuevas disposiciones en materia de directores independientes, siendo posteriormente desarrolladas mediante Oficio Circular N° 560 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta ley exige que toda sociedad anónima abierta (que transe sus acciones en bolsa) deberá integrar un director independiente a su directorio cuando tenga a lo menos 1,5 millones de UFs de capitalización bursátil y que el 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto esté en poder de accionistas minoritarios, caso contrario, si las sociedades anónima abiertas no cuentan con el patrimonio mínimo y porcentaje accionario, podrán acogerse voluntariamente a estas normas.

Los parámetros de evaluación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima señalan en su principio 18 que los órganos especiales constituidos al interior del directorio deberán estar compuestos preferentemente por directores independientes. Siendo calificado éste parámetro como importante con un puntaje máximo de 9.

Respecto a la figura de los directores independientes, debemos de distinguir que la elección se realiza para desarrollar funciones en dos (2) tipos de situaciones. La primera situación esta referida a formar parte de los órganos

---

<sup>53</sup> Estudio realizado en el año 2008 por Spencer Stuart. Disponible en: [http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI\\_08.pdf](http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI_08.pdf)

<sup>54</sup> La evaluación se realizó respecto las 500 empresas más grandes de EEUU. Se utilizó el índice Standard & Poor's 500

del directorio de los Bancos, Seguros y AFP, el cual ha sido desarrollado por el Reglamento de la Gestión Integral de Riesgos.

Mientras que la segunda situación esta referida a formar parte de los órganos de Directorio de aquellas empresas en las cuales se hayan invertido acciones, el cual ha sido desarrollado por el TUO de la Ley del Sistema Privado de Pensiones, señalándose que dichos directores no podrán ser accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP, siendo el único desarrollo hasta el momento.

### **3.2) Proceso de elección de directores en la regulación local de los Fondos de Pensiones**

La regulación del Sistema Privado de Pensiones no ha definido el proceso de elección de directores de manera formal, encontrándose a la fecha un proceso de elección liderado por la Asociación de la AFP, quien define los candidatos a directores en las sociedades anónimas cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos de pensiones. Cabe señalar que de la revisión de los documentos publicados en la página web de la Asociación no se pudo encontrar mayor información sobre el referido procedimiento.

A ello se suma que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP no cuenta con un registro de candidatos a director, que permitan seleccionar a todas aquéllas personas naturales que cumplan con los requisitos previamente establecidas por el regulador, pudiendo fijarse el no estar incurso en inhabilidades, contar con estudios superiores, tener experiencia, entre otros pre-requisitos.

El presidente de la Asociación de AFP en la exposición realizada en el mes de mayo de 2012 ha señalado que las AFP tienen en conjunto 29 miembros en sus propios directorios y 31 directores independientes en empresas que conforman el patrimonio de los fondos previsionales. Esto significa que el número de directores elegidos en las empresas en las cuales invierten los fondos de

pensiones no es menospreciable y por tanto debería implementarse un mecanismo de selección de directores mas profesionalizado y transparente

### **3.3) Proceso de elección de directores en la regulación internacional de los Fondos de Pensiones**

En Chile, las administradoras de fondos de pensiones deben contar con políticas de inversión para cada uno de los fondos de pensiones que administran y con políticas de solución de conflictos de interés, aprobadas por su Directorio. Cabe señalar que las políticas de solución de conflicto de interés deben referirse, entre otras materias, a los requisitos y procedimientos para la elección de candidatos a director en las sociedades anónimas en que se invierten los fondos de pensiones. <sup>(55)</sup>

De la revisión de las referidas políticas se puede observar que cada AFP ha incorporado un procedimiento de selección que señala varias directrices, entre las cuales tenemos:

- Se deberá construir una lista de candidatos válidos que cumplan con las restricciones relacionadas a conflictos de interés descritas en el artículo 155 del D.L. N° 3.500, y que idealmente tengan experiencia gerencial o empresarial relevante
- La Administradora, junto al resto de las AFP, podrá seleccionar una empresa de headhunting para que lidere el proceso de búsqueda de candidatos a directores. La empresa seleccionada deberá tener una experiencia relevante en la selección de directores o gerentes generales de compañías con un tamaño similar o mayor al de las compañías antes mencionadas.
- Los potenciales candidatos deberán encontrarse inscritos en el Registro de Directores con anticipación a su selección como candidatos. Asimismo, de resultar electo, deberá mantener actualizada su inscripción

---

<sup>55</sup> Se encuentra regulado en el artículo 38 de la Ley 20255

en el Registro con una frecuencia mínima de dos años o cuando ocurra un impedimento que modifique la información anteriormente proporcionada.

- Los requisitos más importantes del perfil de un director, que se deben definir para crear las listas iniciales son los siguientes:
  - a. Sólido background académico.
  - b. Experiencia gerencial/empresarial importante.
  - c. Ser Independiente.
  - d. Ausencia de conflictos de interés.
  - e. Capacidad de aportar a la discusión estratégica de la empresa.
  - f. Disponibilidad de tiempo, no estar full time en otras responsabilidades.
  - g. No ser relacionado a otra AFP.
  - h. No haber sido ex ejecutivo de AFP o relacionado a las AFPs en los últimos 12 meses.
  - i. El Director deberá encontrarse inscrito en el Registro de Directores, que lleva la Superintendencia de Pensiones.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- En la Política de Ejercicio de Derechos Políticos de las AFP se deben establecer los criterios y procedimientos de selección de las personas que serán propuestas o votadas para ser miembros de Junta Directiva o Consejo de Administración. En todo caso, las AFP, en representación de los fondos de pensiones obligatorios, pueden actuar concertadamente entre sí.
- La persona en cuya postulación y elección participe una AFP debe ser independiente de la misma y de las entidades vinculadas a dicha administradora. Para tal efecto, se evalúa la independencia de la persona a postular y/o elegir con la aplicación de los criterios del párrafo 2° del artículo 44 de la Ley 964 de 2005, con relación a la respectiva AFP y sus vinculados.
- Deberán documentar la evaluación respecto de las calidades personales, idoneidad, trayectoria, integridad y experiencia de las personas en cuya postulación y elección participen, así como las razones que tuvieron para su elección.
- Deberán abstenerse de solicitar a los miembros de la Junta Directiva que hayan sido elegidos con su concurso, información del emisor de valores que no tenga carácter público y/o de impartir instrucciones respecto de la forma de ejercer su cargo.

En República Dominicana, las AFP deben definir políticas para la votación de la AFP en la elección de directores de las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos de pensiones, con el objetivo de evitar potenciales conflictos de interés. Asimismo la norma complementaria relativa a conflictos de interés emitida por la Superintendencia, establece que las AFP, en representación de los fondos de pensiones que administran, deben pertenecer al Consejo de Directores de un emisor específico, cuando la inversión

efectuada con recursos del fondo represente un porcentaje superior al 10% del total del capital suscrito y pagado del emisor.

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

Las personas que representen a las AFP en estas asambleas deben ser nombradas por el Consejo de Directores de la AFP, y la designación debe recaer en una persona que por la jerarquía de su cargo, profesión y área de especialidad pueda representar idóneamente al fondo de pensiones en dichas asambleas. Las administradoras deben remitir a la Superintendencia un informe referido a su participación en los consejos de directores, asambleas de accionistas y asambleas de tenedores de títulos de deuda.

### 3.4) Conclusiones a la Tercera Sección

- Los directores independientes son aquellos seleccionadas por su prestigio profesional y que no se encuentran vinculados con la administración de la sociedad ni con el grupo de control de la misma. Se caracterizan principalmente por tener experiencia al más alto nivel.
- El proceso de elección de directores liderado por la Asociación de AFP requiere de mayor transparencia. Cabe señalar que el número de directores elegidos en las empresas en las cuales invierten los fondos de pensiones es alrededor de 31, esto nos indica que al no ser nada menospreciable esta cifra debería implementarse un mecanismo de selección de directores más profesionalizado y transparente.
- Conforme al análisis realizado en países como Chile, Colombia y República Dominicana se puede concluir que un elemento común en la elección de los directores que representan a los fondos de pensiones en aquellas sociedades invertidas es que el director debe ser independiente de la administradora y de las entidades vinculadas a la misma. Asimismo se establece que la designación del representante del fondo debe recaer en una persona que por la jerarquía de su cargo, profesión y área de especialidad pueda representar idóneamente al fondo de pensiones en dichas asambleas. Entre los requisitos más importantes del perfil de un director son los siguientes: Sólida acreditación académica, experiencia gerencial/empresarial importante, ser Independiente, ausencia de conflictos de interés, capacidad de aportar a la discusión estratégica de la empresa, disponibilidad de tiempo, no estar full time en otras responsabilidades, no ser relacionado a otra AFP, no haber sido ex ejecutivo de AFP o relacionado a las AFPs en los últimos 12 meses y finalmente el Director deberá encontrarse inscrito en un Registro de Directores, que lleva la Superintendencia de Pensiones.



## **CUARTA SECCIÓN: ESTÁNDARES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LA ELECCIÓN DE DIRECTORES DE LAS EMPRESAS CUYAS ACCIONES HAYAN SIDO ADQUIRIDAS CON LOS FONDOS DE PENSIONES**

### **4.1) Creación de un Registro de Directores**

La creación de un Registro de Directores a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP tendría como finalidad establecer un reclutamiento profesional de directores, fijándose previamente requisitos a todas aquellas personas naturales que aspiren a recibir el apoyo de los Fondos de Pensiones en su postulación al cargo de director en las sociedades anónimas donde éstos puedan invertir sus recursos. Cabe precisar que este registro será totalmente independiente y diferente del registro existente en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP denominado REDIR, el cual contiene información estandarizada y actualizada de los directores, gerentes, auditor interno, oficial de cumplimiento y principales funcionarios de las empresas supervisadas.

En el caso del REDIR esta información es remitida a la Superintendencia conforme a las normas vigentes sobre la materia. Es decir, se cuenta con un registro de directores para todas las empresas del Sistema Financiero (Bancos, Cajas, Seguros y AFP) pero no para aquellas empresas que no presentan esta categoría (es el caso de empresas cuyas acciones hayan sido adquiridas por el fondo de pensiones). Cabe señalar que el registro REDIR funciona en una etapa posterior a la elección de los Directores, esto quiere decir que actualmente se presenta una ausencia, que es materia de propuesta, de un registro en una etapa anterior a la elección de los directores que permita contar con candidatos a Directores <sup>(56)</sup>.

Asimismo se ha establecido que las empresas supervisadas deben poner en conocimiento de la Superintendencia la elección de sus directores así como las

---

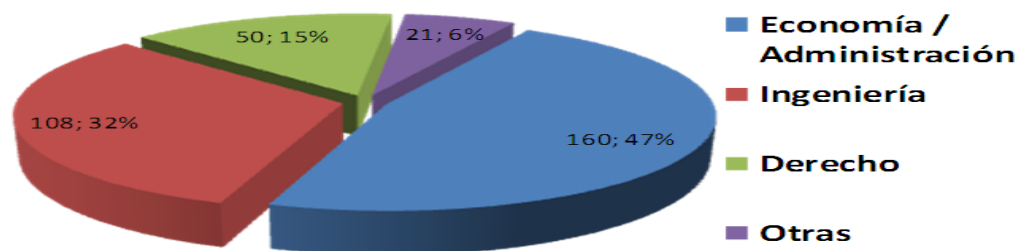
<sup>56</sup> El registro de Directores se encuentra regulado por la Circular G-119-2004, Normas para el Registro de Directores, Gerentes y Principales Funcionarios - REDIR.

respectivas vacancias, en un plazo no mayor a un (1) día hábil de producidas<sup>(57)</sup>. Para ello deberán presentar la siguiente documentación:

- 1) La copia certificada por el Secretario del Directorio o quien haga sus veces, de la parte pertinente del acta de la sesión donde conste tal elección, así como las retribuciones acordadas conforme a lo dispuesto en los artículos 114° y 166° de la Ley General de Sociedades.
- 2) El curriculum vitae del director elegido.
- 3) La respectiva declaración jurada de no estar incurso en los impedimentos establecidos en el artículo 81° de la Ley General o en el artículo 25° del Reglamento de la Ley del SPP, según corresponda.

En consecuencia resultaría útil y eficiente que la Superintendencia estuviera a cargo del Registro de Directores, estableciendo los criterios básicos para la inscripción y mantenimiento del Registro.

De la revisión de la página web de la Superintendencia de Pensiones de Chile se ha encontrado que actualmente están inscritos en el Registro de Directores alrededor de 327 profesionales, cuyas carreras se encuentra dividida de la siguiente manera:



<sup>57</sup> Se encuentra regulado en la Resolución SBS N° 1913-2004, Normas complementarias a la elección de Directores, Gerentes y Auditores Internos

Los requisitos para incorporar al registro de directores podrían ser la presentación de una declaración jurada prestada ante Notario Público, en la cual declare no estar incurso en algunas de las situaciones descritas en el artículo 161 de la Ley General de Sociedades, la acreditación de estudios superiores, técnicos o universitarios, el Currículum Vitae, entre otros requisitos.

Es necesario indicar que la persona electa como director deberá mantener actualizado los datos consignados en el registro, con una frecuencia mínima de 1 o 2 años o cuando ocurra algún impedimento que modifique la información anteriormente proporcionada.

Con el Registro de Directores a cargo de la Superintendencia se podrá revisar el perfil de los directores inscritos, es decir, se podrá revisar su nivel de especialización, sociedades anónimas con las que presenta inhabilidad, entre otras características. Con dicha base de datos, cualquier persona podrá acceder a dicha información y por tanto evaluar las características de los candidatos a directores en las empresas en las cuales invierte las AFPs.

Actualmente es imposible conocer el perfil de los directores elegidos por las AFP en las empresas con inversiones, ya que existe un mecanismo privado a cargo de la Asociación de AFP, quien se encuentra a cargo del procedimiento de selección de directores.

Solamente se conoce que a la fecha las AFP han elegido 31 directores independientes en las empresas, por tanto, se evidencia falta de transparencia a pesar de que los directores elegidos representan al fondo de pensiones, el cual es propiedad de los afiliados al mismo.

#### **4.2) Participación de Empresas de Head Hunter**

La elección de los directores independientes ha tomado cada vez más importancia dado que al momento de tomar decisiones de relevancia para la compañía, el voto de las administradoras se vuelve clave y puede llevar al éxito o al fracaso de una operación.

Sobre el particular, la Asociación de AFP en representación de los fondos de pensiones utiliza actualmente la figura del Head Hunter desde el año pasado. No obstante, es necesario que dicha práctica se plasme en un requisito normativo a fin de garantizar su continuidad.

En tal sentido es necesaria la selección, mediante un concurso que haya sido debidamente publicado en el portal de la Asociación, de una empresa de head – hunting que lidere el proceso de búsqueda de candidatos a directores. Dicha empresa deberá tener una experiencia relevante en la selección de directores o gerentes generales de compañías, con un tamaño similar o mayor al de las compañías invertidas por el fondo de pensiones. Esta medida constituye un eficiente mecanismo en tanto que se podrá contar con una empresa que tendrá un alto nivel de experiencia en la selección de directores. Cabe destacar que el proceso de elección de la empresa de head hunter deberá ser transparente y formal con sus respectivas bases de licitación a fin de especificar requisitos mínimos que deberán estar presentes en la empresa de head hunter que resulte seleccionada.

El resultado de optar por una empresa de head hunting permitirá un mayor profesionalismo y confianza en la selección de directores:

### **1) Profesionalismo**

Este proceso permitirá contar con directores del mejor nivel posible que estarán pendientes de lo que está pasando en la empresa y además contribuirán con la implementación de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en la organización.

### **2) Confianza**

Este proceso permitirá que los controladores tengan confianza en que los directores que son nombrados por los minoritarios estarán para ayudar a la

empresa y no para perjudicarla o para ser antagonistas, es decir, serán colaboradores y por lo tanto llevarán las decisiones que corresponde al directorio.

En Chile se realizó la selección de empresas que estarían a cargo del proceso de elección de directores en las empresas con inversiones de los fondos de pensiones chilenos. El resultado obtenido fue que la empresa Seminarium ganó la licitación en el año 2008, el cual fue renovado el 2009 y nuevamente el 2010.

En estos tres años, la empresa se caracterizó por su independencia y profesionalismo en la totalidad del procedimiento, ubicando un total de 45 miembros en diferentes directorios.

Asimismo se ha encontrado que las empresas chilenas mantienen en cada una de sus políticas de resolución de conflicto de interés un acápite sobre la selección de una empresa de head hunting, señalándose lineamientos referidos a lo siguiente:

- La Administradora, junto al resto de las AFP, podrá seleccionar una empresa de head hunting para que lidere el proceso de búsqueda de candidatos a directores. La empresa seleccionada deberá tener una experiencia relevante en la selección de directores o gerentes generales de compañías con un tamaño similar o mayor al de las compañías referidas en el punto anterior.
- La Administradora podrá entrevistar a los candidatos a directores propuestos por la empresa de head-hunting, con el fin de verificar si cumplen con las directrices.
- El Comité de Inversiones y Solución de Conflictos de Interés de la AFP analizará los antecedentes de los eventuales candidatos preseleccionados por la firma consultora y propondrá los nombres de

éstos al Directorio para su aprobación. Los nombres de los candidatos seleccionados podrán ser consensuados con las demás Administradoras de Fondos de Pensiones que participen en el proceso.

#### **4.3) Plan de Formación de Directores**

Los ejecutivos destinados a ocupar los atractivos y exigentes puestos de un Directorio deben contar, además de una sólida formación técnico-profesional y una buena trayectoria gerencial, con un conocimiento específico de las Prácticas del Buen Gobierno Corporativo.

Para ello, es necesario contar con un plan de formación en Gobierno Corporativo para los Directores de las empresas en general y en especial para los directores que hayan sido elegidos con los votos de la Administradora, en su calidad de accionista minoritario, ya que permitirá elegir Directores altamente capacitados que tengan los conocimientos necesarios para entender a profundidad los roles y responsabilidades de los miembros del directorio, pero sobre todo que conozcan las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en una organización empresarial.

El objetivo de este programa es que el director estén en condiciones de integrar un Directorio, provistos de un amplio enfoque multidisciplinario y conociendo todos aquellos elementos esenciales para un desempeño de sus tareas de tipo profesional. Asimismo estará en conocimiento de sus responsabilidades jurídicas y extrajurídicas, de la forma de protegerse frente a los riesgos que implica su función, sabrán cómo organizar y planificar estratégicamente las reuniones de Directorio, dispondrán de una visión global de los conocimientos técnicos básicos que les serán requeridos para poder interactuar con asesores y gerentes, pero sobre todo conocerán las mejores Prácticas de Gobierno Corporativo.

Este plan de formación de Directores debe desarrollar como mínimo los siguientes temas:

### **1) Funcionamiento del Directorio de Excelencia**

- Junta Directores: Roles, responsabilidades, estructuras y liderazgo
- Estrategia Corporativa
- Dinámica de la Junta: eliminación barreras al rendimiento del directorio
- Experticia de los directores

### **2) Control Estratégico del Directorio**

- Alineando la estrategia corporativa
- Comité de directores: composición y rendimiento
- Control de gestión directores
- Código de buenas prácticas

### **3) Uso de Información en el Directorio**

- Flujos de información
- Información privilegiada.
- Conflictos de interés y conductas ilícitas
- Control de riesgos

### **4) Planificación Estratégica y Gestión del Valor Corporativo**

- Estrategia y toma de decisiones
- Desarrollo de la postura estratégica de la empresa
- Maximización de ganancias versus maximización de valor
- La mejor medida de desempeño (performance)

## 5) El Riesgo, una Visión de la Alta Gerencia

- Crear y sostener valor bajo incertidumbre
- Función del directorio en la supervisión del riesgo
- Estrategias Corporativas de Riesgo

Si bien en la práctica se han realizado una serie de capacitaciones a los directores en diversas instituciones y universidades, es el caso del Primer al Quinto Programa de Gobierno Corporativo dirigido a directores de empresas, organizado por la Universidad del Pacífico. No obstante, es necesario fomentar un mayor número de este tipo de capacitaciones en vista a la gran cantidad de directores existentes en las empresas peruanas; que incluya un plan o programa que al menos desarrolle las funciones y responsabilidades del directorio, control estratégico, uso de información en el directorio, planificación estratégica, gestión de valor corporativo, y gestión de riesgo en la empresa.

Cabe precisar que este programa de formación se deberá plasmar mediante un certificado que acredite la culminación del plan de estudios, esto garantizará a las empresas, que luego de un periodo determinado de estudios y especialización las personas que pasen de manera satisfactoria la currícula de estudios podrán ser candidatos a director idóneos.

En otros países, esta formación profesional como Director de Empresas Certificado no se suele recibir en universidades, sino que, en general, es confiada a las asociaciones profesionales de Directores de Empresa. En Inglaterra, el pionero Institute of Directors de Londres, con más de 100 años de trayectoria, ofrece este tipo de Certificado. En los EE.UU, es la National Association of Corporate Directors de Washington la que realiza esta actividad. En la Argentina, la Asociación Dirigentes de Empresa (ADE), fundada en 1942, ha centrado sus esfuerzos en la capacitación permanente y el desarrollo profesional de los directivos de empresas que son sus asociados. Su interés



por la formación continua la condujo, en el año 1957, a la creación de la Fundación de Altos Estudios en Ciencias Comerciales (FAECC) y posteriormente, en 1991, a la fundación de la Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES).

Al respecto, considero que en esta etapa inicial de capacitación a los directores sobre el Gobierno Corporativo debería ser implementada por las universidades o escuelas de negocios, en vista a que cuentan con las herramientas necesarias para desarrollar especializaciones sobre BGC. No obstante, en el largo plazo, podría pensarse en la creación de un Centro de Formación de Directores, previo análisis de costo-beneficio.

Los tres (3) frentes más importantes de preparación en el Directorio están referidos a los siguientes puntos:

### **1) Roles y Responsabilidades**

- Estrategia empresarial y su impacto en el diseño de la estructura de un directorio
- Selección y remuneración de directores externos
- Comités y su mejor funcionamiento
- Potenciando el rol del directorio en la planificación estratégica, fijación de metas y generación de cambio
- Manejando oportunidades y crisis inesperadas
- Responsabilidades legales de los directores

### **2) Reuniones Efectivas y Decisiones Informadas**

- Identificando la información y las métricas que permiten que el directorio comprenda y monitoree la estrategia de la empresa
- Cómo lograr reuniones productivas, dinámicas y que aprovechen el tiempo

- Agendas anuales de trabajo: lo urgente y lo importante
- El rol del presidente del directorio

### **3) Conducción, Control y Compensaciones**

- Dirigiendo al gerente general: selección, incentivos, evaluación y sucesión
- La línea entre gobierno y administración, cómo aportar más
- Evaluación del gerente general
- Evaluación del directorio y sus miembros



#### 4.4) Conclusiones a la Cuarta Sección

- La creación de un Registro de Directores a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP resultaría ser una medida útil y eficiente en tanto permitiría contar con un reclutamiento profesional de directores, fijándose previamente requisitos a todas aquéllas personas naturales que aspiren a recibir el apoyo de los Fondos de Pensiones en su postulación al cargo de director en las sociedades anónimas donde éstos puedan invertir sus recursos.
- Es necesario la selección formal y transparente de una empresa de head – hunting que lidere el proceso de búsqueda de candidatos a directores, ya que esta medida constituye un eficiente mecanismo que permitirá un mayor profesionalismo y confianza en la selección de directores.
- El Registro de Directores a cargo de la Superintendencia dotará de mayor transparencia al proceso de elección de Directores ya que se podrá revisar el perfil de los directores inscritos, es decir, se podrá revisar su nivel de especialización, sociedades anónimas con las que presenta inhabilidad, entre otras características.
- La elaboración de un Plan o Programa de formación de Directores permitirá contar con candidatos a Directores altamente capacitados, con los conocimientos necesarios para entender a profundidad los roles y responsabilidades de los miembros del directorio, pero sobre todo que conozcan las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en una organización empresarial.

## Conclusiones Finales

- Actualmente existe una participación activa de los fondos de pensiones en empresas cuyas acciones hayan sido adquiridas, sea mediante su participación en Junta de Accionistas o mediante la elección de directores en la empresa invertida. No obstante, es necesario perfeccionar las herramientas existentes a fin de que la participación del fondo de pensiones genere un valor agregado a la empresa y por tanto beneficie al afiliado.
- Una de las herramientas a perfeccionar, es el procedimiento de selección de directores en la empresa invertida, en vista a que en nuestro país no existe regulación sobre: los requisitos mínimos que debe tener un candidato a director, los participantes autorizados de llevar a cabo el proceso de elección, las reglas que deberán seguir para elegir al director, entre otros.
- La implementación de los estándares de Buen Gobierno Corporativo en la elección de directores de las empresas invertidas están referidos principalmente a: la creación de un registro de directores que permitirá contar con un reclutamiento profesional de los mismos; la participación formal y transparente de empresas *head hunter* que proporcionará confianza en la selección de directores; y a la elaboración de un Plan o Programa de Formación de Directores que garantizará contar con profesionales altamente capacitados en todo lo relacionado a sus funciones y responsabilidades pero sobretodo estarán especializados en BGC.

## FUENTES DE INVESTIGACIÓN

### Bibliografía

1. PEREZ RUIZ, Abel. Reflexiones sobre política pública y sistema de pensiones en América Latina. Un recuento. Julio-Agosto 2010
2. MARGOZZINI, Francisco. Nuevo modelo de regulación de inversiones
3. Cfr. RIVAS-LLOSA M, Roddy y CAMARGO C, Gonzalo. Eficiencia financiera de los límites de inversión para las AFP: una aplicación al caso peruano.
4. ACUÑA, Rodrigo. Fondos de Pensiones: Derechos y Responsabilidades de las Administradoras de Fondos de Pensiones en las empresas en las cuales invierten los fondos de pensiones. Santiago, Octubre 2011.
5. ACUÑA, Rodrigo. "Desempeño de los Fondos de Pensiones en los Programas de Capitalización Individual", En: Avanzando en el Fortalecimiento y la consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual, FIAP, Chile, 2011, Pág.83
6. MASIAS, Lorena. El futuro del Sistema de Capitalización en el Perú: Visión del supervisor". Presentación del Seminario Internacional "El futuro de las Pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual" organizado por la FIAP los días 28 y 29 de mayo de 2008
7. WALKER, Eduardo. Normativa de Inversiones e Información. Presentación del Seminario Internacional "Avanzando en el fortalecimiento y la consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual" desarrollado en República Dominicana los días 19 y 20 de mayo de 2011. FIAP
8. DELGADO ZEGARRA, Jaime Ricardo y FUERTES ANAYA, Aldo. Los Fondos de Pensiones ¿Qué futuro nos espera? Pag.91. Lima, Noviembre 2010
9. LEFORT, Fernando. La contribución de las administradoras de fondos de pensiones al gobierno societario de las empresas chilenas, Agosto 2007.

10. SECADA, Pablo. Repensando el Mercado de Capitales Peruano en el contexto de las AFP. Presentación del Seminario Internacional "El futuro de las Pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual" organizado por la FIAP los días 28 y 29 de mayo de 2008
11. HORMAZABAL D. Soledad. Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) El caso Chileno. Economic Research Department N° 10/05. Abril 2010
12. MUSALEN, Alberto. Ahorro Contractual y mercado de capitales. Presentación del Seminario Internacional sobre inversión de los fondos de pensiones desarrollado en Lima el 04 de noviembre de 2004
13. ELIAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano. Editora Normas Legales S.A. Trujillo, 1999
14. FIGUEROA, Luis y SANTIBAÑEZ, Francisco. Gobiernos Corporativos y directores independientes.
15. MELVIN ESCUDERO. Garantías de rentabilidad
16. MIRANDA SALAS, Eduardo y RODRIGUEZ SILVA, Eduardo. Examen Crítico del Sistema de AFP. Editorial Universitarias 2003. Santiago de Chile.
17. AYALA ORAMAS, Ulpiano. ¿Qué se ha aprendido del sistema de pensiones en Argentina, Colombia, Chile y Perú? Series de Documento de Trabajo 330 preparado para la II Conferencia Hemisférica sobre Seguridad Social, Reformas de los Sistemas de Pensiones y desarrollo del Mercado de Capitales realizado en Washington, DC el 12 y 13 de junio de 1995.
18. ICAZA, Diego. "Reformas necesarias en la normativa de inversiones a la luz de las experiencias que deja la crisis financiera", En: Avanzando en el Fortalecimiento y la consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual, FIAP, Chile, 2011, Pág. 123.

## ANEXO 1

### Entrevista a la Asociación de AFP

- **Entrevistado: Annelie Beaumont Callirgos (Abogada de la Asociación de AFP)**

1) **¿Actualmente como se realiza el proceso de elección de directores en las empresas en las cuales invierte los fondos de pensiones?**

- Desde hace un año, desde el 2012, nosotros hemos contratado un head hunter, que se encarga de seleccionar, entrevistar y proponer a la Asociación de AFP a las personas adecuadas para una empresa específica donde las AFP invierten y tiene que nombrar directores. Mas o menos las Juntas Generales de Accionistas son a principio de año, entre marzo–abril, ahí es donde nosotros tenemos que nombrar directores, cuando tenemos suficiente porcentaje de acciones que nos da derecho a elegir directores, entonces en ese caso nosotros empezamos a contactar con el head hunter, que ya tenemos un contrato que corresponda, y el head hunter nos da una lista de los posibles directores que podríamos nombrar, cuando el head hunter busca a éstas personas, por ejemplo, si es una minera busca a alguien que tenga experiencia en empresas mineras, siempre busca a alguien que esté relacionada a la empresa donde vamos a nombrar a un director y en base a esto nos presenta una lista, se realizan entrevistas y se elige a la persona que podría ser nombrada director de la empresa.

**2) En esa lista ¿De cuantas personas estamos hablando por cada empresa que se elige?**

- Se presenta una lista de 3 posibles directores, tampoco es mucho, es bien centrado y la Asociación de AFP las entrevista y de ahí se elige a una persona.

**3) En este proceso ¿ya no participa la AFP?**

- Todo se centraliza en la Asociación, lo que hacen las AFPs en un primer momento es darnos la información a nosotros respecto a cuanto porcentaje de acciones tienen, cada AFP nos da, hay una planilla de tenencia, entonces ahí nosotros le enviamos a las AFPs todos los años en diciembre y les pedimos al corte de diciembre del año cuantas acciones cada AFP tiene en todas las empresas donde han invertido, de ahí nosotros recibimos esta información, sumamos las acciones que tiene cada una de las 4 AFPs y en base a la suma total se saca un total y este total lo comparamos con un porcentaje que tiene la misma empresa respecto a cuantas acciones necesita para poder nombrar un director. Ahí termina la función de las AFPs, las AFPs lo único que hacen es mandarnos a nosotros todos los años la cantidad de acciones para que nosotros podamos tener actualizados y saber cuantos directores podemos nombrar, a veces uno, dos o tres, dependiendo de la cantidad de acciones que tengas en la empresa.

**4) Al cierre del 2012 ¿Cuántos Directores han elegido los fondos de pensiones en las empresas con inversiones?**

- Tenemos 33 en total, pero dentro de estos hay 3 que son alternos, es decir, son en realidad 30 titulares y 3 alternos. Esto es a diciembre de 2012 ya que en el 2013 varía.



5) ¿Tienen algún documento o normativa en la cual se haya regulado el proceso de elección de Directores? ¿Se encuentra publicado en la página web?

- Yo tengo un documento pero es de uso interno, pero te puedo comentar en que consiste.

Nosotros hicimos una licitación privada, al momento de elegir el *head hunter*, en las que participaron dos empresas principalmente, con la que nos quedamos que es ahora con la que trabajamos es la empresa Febri, que es una empresa que se encarga de todo este proceso de elección. Cuando hicimos la licitación, elaboramos unas pautas, las directrices para la selección de los directores. Primero nosotros le damos al *head hunter* la información de que empresas son las que necesitamos nombrar directores. De ahí hay una reunión de coordinación entre la Asociación y el *head hunter* y se comenta la relación del perfil de postulante, o sea el posible director, y la situación de la sociedad donde va a ingresar el director. Esta reunión ayuda a definir el perfil del postulante, a tener mejor alcance de las necesidades de la sociedad.

De ahí se hace una lista preliminar de los candidatos a ser directores que es propuesta por el *head hunter*. Dentro de los requisitos que se piden a los candidatos a directores es que tenga un adecuado *background* académico financiero, experiencia gerencial o empresarial relevante, ausencia de conflicto de interés, incluyendo la independencia respecto a la empresa, capacidad de aportar a las discusiones estratégicas de la compañía, para que puedan desenvolverse adecuadamente. De ahí tenemos una serie de restricciones que es básicamente lo que dice la Ley para nombrar directores, quienes estarían impedidos (que es público), señala directores independientes, que significa ser independiente, que no tenga vinculación directa o indirecta con la sociedad, no ser accionistas, no ser empleado, no

percibir una remuneración de la empresa, y tampoco los condenados por delitos, los que están prohibidos de ejercer el comercio, los quebrados, los congresistas, los ministros, los accionistas, directores o funcionarios de la empresa clasificadora de riesgo, todo este tema que ya es público de quienes están impedidos de postular. Se hace una preselección, en base a la información que nos da el *head hunter*, una propuesta, se hacen las entrevistas y finalmente se elige al candidato.

**6) En esta preselección: ¿Lo hace el head hunter y luego ustedes hacen las entrevistas?**

- En las entrevistas nosotros también participamos

**7) ¿El candidato a director va a ser con la decisión tanto de ustedes como la del *head hunter*?**

- En realidad de nosotros, básicamente de nosotros, nosotros recibimos la propuesta del head hunter, pero quién toma la decisión es la Asociación, puede pasar que en las entrevistas esté algún miembro, Gerente General, un Presidente de la AFP, todos o simplemente esté por ejemplo el Dr. Valdivieso.

**8) La norma de la SBS (Reglamento del TUO del SPP) indica en el artículo 94 que se va a elegir un representante, el cual va a participar en la JGA y va tener que elegir un director, este representante se va a regir bajo las reglas que la Superintendencia le va a señalar. ¿Se cumple esto en la práctica?**

- Esto fue justamente un tema de discusión el año pasado, porque si bien ese artículo se puede interpretar de diferentes formas, lo que se llegó a la conclusión después de hacer varios informes y de revisar con todas

las AFPs este artículo, cuando se refiere que las AFPs nombrarán a representantes en la JGA, no se refiere al Director, se refiere al representante del accionista, no se refiere al director porque ahí también el artículo señala “se ceñirá a las reglas que estos deben observar en la elección de los directores”, entonces ahí también hay una contradicción, mira el artículo dice “ Las AFP deberán designar representantes a efectos de que se ejerzan, a nombre del fondo los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos del fondo en acciones, valores representativos de derechos sobre acciones en deposito inscritos en bolsa de valores y otros valores que otorguen derechos patrimoniales. Los referidos representantes velarán por la defensa de los derechos que corresponden al Fondo, con independencia de los intereses de las AFP, se sujetarán a las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo y propiciarán la adopción de éstas en los órganos de gobierno en los que ejercen el encargo. Asimismo en el cumplimiento del encargo, los representantes están obligados a pronunciarse respecto de los asuntos que sean sometidos a discusión, dejar constancia de su voto en las respectivas actas e informar a la AFP el resultado de su gestión” éste fue un primer punto que nos dio a conocer que no se trataban de directores, porque los directores que nosotros nombramos son directores independientes ellos nos podrían estar informándonos a nosotros que es lo que hacen o dejan de hacer, si bien nosotros nombramos, ellos ya son parte de la sociedad, no tendrían relación con nosotros directa, ya son directores independientes y lo que deben hacer es velar por el buen funcionamiento de la sociedad en si.

### 9) ¿Ahí ya no hay una especie de información?

- No, con los directores independientes nosotros ya no tenemos más información, estuvo haciéndose la práctica de darse capacitación, si bien nosotros los hemos nombrado le damos capacitación, me parece que el

año pasado no se dio pero años anteriores se les cita en una fecha especial a todos los directores y se les da capacitación sobre Buen Gobierno Corporativo, una explicación sobre las AFPs, que es lo que las AFPs quieren, pero ellos no nos pueden dar información sobre que trataron los directorios, cual es la situación de la empresa. Ellos ya no tienen relación con nosotros, por eso son independientes, ellos ya no nos deben nada. De ahí el último párrafo dice " La Superintendencia reglamentará las demás condiciones a que se someten los representantes señalados en el presente artículo, las reglas que éstos deben observar en la elección de directores en sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos del Fondo, así como en las sanciones aplicables en caso de incumplimiento" ahí también hay una contradicción, si estos representantes fueran directores entonces como van a seguir las reglas para la elección de directores.

**10) ¿Ustedes tendrían que tener una coordinación con estos representantes?**

- Nosotros le decimos se nombra a este, este y este

**11) Sugieren ¿cuál podría ser el director o le dicen quien debe ser?**

- Nosotros ya le decimos quién es, por ejemplo, son 3 cupos y les decimos estos tres van a ser, nos es que le damos específicamente lo que corresponde. Previo a la Junta, ya hubo todo un acuerdo se puede decir, si bien la Asociación de AFP decide, esta decisión se las envía a las AFPs previamente a las Juntas y las AFPs pueden objetar y decir "no a mi esta persona no me gusta cámbiame" tienen todo el derecho, nosotros nos ceñimos a los que las AFPs nos digan, ya cuando hay decisión de todos respecto a que sea ésta persona específica.

**12) Si bien recién a partir del año pasado esta funcionando esta empresa de *head hunter*. ¿Antes cómo se hacía la selección?**

- Nosotros teníamos una bolsa o lista de candidatos de 50 personas que pueden ser posibles candidatos. Esta lista se ha ido formando en el tiempo en base a contactos básicamente. El año pasado ya quisimos profesionalizar el tema y por eso elegimos el *head hunter*.

**13) ¿Cuanto tiempo dura el contrato con el head hunter?**

- Un año, el contrato con el head hunter es de un año

**14) ¿Se ha presentado reclamos o quejas respecto a los directores elegidos en las empresas?**

- No que yo tenga conocimiento, yo estoy acá desde junio de 2011

**15) ¿Tienen algún registro o listado de candidatos a Directores?**

- Si, tenemos una base de datos

**16) ¿Qué opinas tú, si es que debería tenerse un Registro Público de candidatos a Directores en el Perú?**

- Yo creo que sería bueno, y de hecho yo creo que va a ser el futuro de lo que estamos buscando con esta profesionalización del sistema, pero lo que pasa es que si bien existen posibles candidatos, porque hay muchos profesionales capacitados para poder ejercer el cargo de director, no hay muchos para ser un registro público se puede decir. Si se quiere en algún momento, por ejemplo, en algún momento estuvimos pensando

en hacer cursos, tanto de Buen Gobierno Corporativo, es mas, tanto la SMV, Procapitales o la Bolsa de Valores de Lima quieren hacer academias para formar directores, yo creo que éste sería el primer paso, empezar a formar directores, y en base a eso que cumplan ciertos requisitos para que puedan ingresar al registro.

**17) ¿Se exige algún requisito sea profesional, experiencia u otros a aquellos candidatos a Directores?**

- Es un perfil que debe cumplir y relacionado a la empresa donde va a ser nombrado

**18) ¿En la organización interna de la Asociación de AFP, quienes participan en la elección de los Directores?**

- Por el momento el Presidente y el año pasado se encargo el Gerente General 2012, lo que pasa es que el Presidente entró el año pasado en febrero, justo la elección de directores es dentro de los primeros meses entonces el Gerente General lo vio casi todo y tuvo algunas coordinaciones y obviamente con el Presidente pero mas que todo lo vio el Gerente General.

**19) ¿Realizan algún seguimiento a la labor realizada por el Director elegido en las empresas invertidas? Reuniones, informes o coordinaciones en general**

- Lo mas que yo tenga conocimiento es que se hicieron capacitaciones, me parece que el año pasado no se hizo pero previo a ello sí y es una vez al año que se reúnen a los directores.

**20) ¿Está remunerado la función de realizar el proceso de elección de directores de los fondos de pensiones?**

- Con el head hunter, si tenemos un honorario establecido. Cuando se hace la licitación, unos de los puntos por los que gana una empresa es porque tiene un menor costo, ellos nos presentan una propuesta de honorario y la Asociación se los paga mensualmente. De ahí no hay otro pago que nosotros hagamos, luego el Director recibe la dieta que recibe de la empresa.

**21) ¿Por qué se decidió que la elección de Directores sea realizada por la Asociación de AFP? Ya que en Chile se realiza por intermedio de una empresa de *head hunter* y un registro de Directores a cargo de la Superintendencia de Pensiones.**

- Yo una vez también revise este tema y vi hasta modelos de carta (que firman en una misma carta), la propuesta de *head hunter* la firman todas las AFPs, si bien no está centralizado en una Asociación porque al parecer no tienen, lo hacen también en conjunto. Entonces acá también lo hacen en conjunto pero centralizado en una Asociación de AFP. En verdad, es hasta mejor para ellas, porque a veces una AFP por el porcentaje de acciones que tienen no va llegar a nombrar directores, en cambio si se juntan todas finalmente si van a llegar a nombrar, si tiene muy poco porcentaje al menos llegan a uno juntando todas las acciones que tiene las cuatro, entonces eso los beneficia a ella, porque a final de cuentas el director que es un hombre va a velar por el sistema, va a velar por que la inversión de las AFPs se resguarde.

**22) ¿Cuánto tiempo tarda la elección de un Director en las empresas invertidas?**

- Máximo tres meses, que son enero, febrero y marzo

**23) ¿Qué aspectos creen que debería mejorarse en el proceso de elección de Directores?**

- Yo creo que todavía se siguen manejando el tema mucho por contactos y eso no es bueno, aspectos a mejorarse es que existan capacitaciones para las personas que quieran ser directores y creo que eso sería todo. Antes era muy complicado, era menos transparente “yo le dije a mi amigo” ahora con el *head hunter* es mas profesionalizado.

**24) ¿En los últimos años cual ha sido el porcentaje de Directores electos por los Fondos de Pensiones? ¿se ha mantenido?**

- Por ejemplo en el 2010 teníamos 34 directores titulares y 4 directores alternos, mientras que en el 2011 teníamos 35 directores titulares y 3 alternos

**25) ¿Y eso está bien que se mantenga el número de directores elegidos o debería aumentar?**

- Si las inversiones de las AFPs aumentaran, debería aumentar el número de directores, por ejemplo en el 2013, que ya me estoy adelantando, creo que podría bajar, mas o menos podría reducir entre 3 a 5 directores

**26) ¿Se presentan concertación entre las AFPs para la elección de directores en las empresas con inversiones?**

- Generalmente los porcentajes varían



**27) ¿La información del proceso de elección de directores debería ser pública?**

- Sí, no habría ningún problema, la información de cómo se nombran a los directores, es mas de quienes son nombrados directores se encuentran en la página web de la SMV y en la Bolsa de Valores, si bien no sale quien nombró al director, sale quién es el directorio, no habría problema en que se haga público el proceso de elección de directores, o sea en forma general. El tema de la tenencia de acciones eso sí es un tema privado, cuánto tiene una AFP en una empresa eso si es privado, eso solo lo maneja la Asociación bien confidencial, es mas cuándo hacemos el cálculo total tenemos que tener cuidado en que no vayamos a pasar información a una AFP que corresponde a otra AFP, solamente se centraliza en la Asociación. El tema del proceso, el nombramiento y quienes han sido nombrado sí podría ser transparente.