

ESTÁNDARES DE *DUE DILIGENCE* EN EL MONITOREO INTERNO DE LAS INVERSIONES DE ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO APLICABLES A LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES EN PERÚ

Estándares de *due diligence* en el monitoreo interno de las inversiones de Estados Unidos y Reino Unido aplicables a las administradoras de fondos de pensiones en Perú

En el Perú, los procedimientos administrativos sancionadores surgidos contra las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en los últimos años muestran no solo el incumplimiento de la normativa del Título VI, sino también el desconocimiento de cuál es la debida diligencia que deben cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario. En ese sentido, para establecer los estándares de debida diligencia a cumplir por las AFP, se debe adoptar la doctrina comparada, específicamente la de Estados Unidos y Reino Unido que hacen referencia al "prudent investor rule". Asimismo, hay que analizar la doctrina nacional sobre responsabilidad civil por incumplimiento de la debida diligencia, y los procedimientos sancionadores a las AFP.

Due Diligence Standards In The Investment Performance Monitoring By Pension Funds Of The United States And The United Kingdom Applicable To Pension Fund Administrators In Peru

In Peru, the Administrative Sanctioning Procedures that have arisen against the Pension Fund Administrators (AFP) in recent years point out, not only the breach of the Title VI regulations, but also the lack of knowledge of what due diligence the AFPs must fulfill in the framework of their fiduciary duty. Therefore, in order to establish the due diligence standards of the AFP, we must adopt the comparative doctrine of the United States and the United Kingdom, which refers to the "prudent investor rule". Additionally, we should analyze the peruvian doctrine regarding the liability for non-compliance with due diligence and review the Fondo Trasandino case..

PALABRAS CLAVE

Sistema Privado de Pensiones, Inversiones, Fondo de Pensiones, Fondos de Inversión, Responsabilidad civil, Derecho financiero, Fondo Transandino Perú, Responsabilidad fiduciaria, Debida diligencia.

KEY WORDS

Private Pension System, Investment, Pension Fund, Investment Funds, Tort liability, Financial Law, Transandino Peru Fund, Fiduciary responsibility, Due Diligence.

Fecha de recepción: 01-01-2019

Fecha de aceptación: 01-02-2019

INTRODUCCIÓN

El ámbito de la actuación de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) alcanza en nuestros días una trascendencia decisiva que implica la protección primordial de las inversiones realizadas con los recursos de las carteras administradas. Ello, a fin de salvaguardar los intereses de los afiliados y evitar el daño al interés público y/o bien jurídico protegido.

El Sistema Privado de Pensiones en el Perú se encuentra consolidándose, y en el momento ideal para evitar los posibles errores que llevaron al sistema de pensiones de Chile a la crisis, el cual se consideró como modelo para crear el peruano. Entre los posibles factores de la crisis en Chile, se encuentran el aumento de la esperanza de vida, el crecimiento de los salarios, la tendencia a decrecer el rendimiento y la demora en la flexibilidad de las inversiones de las AFP.

Es importante tener en cuenta lo mencionado en la Comisión Asesora Presidencia sobre el sistema de pensiones de Chile, referente al rendimiento, el cual se refleja en la rentabilidad del fondo, y que necesita para contrarrestar su disminución que las

AFP cumplan con mantener una buena gestión del fondo, es decir, contar con un eficiente monitoreo, implementar el uso de mecanismos de mitigación y desincentivar los posibles problemas que se presenten en las inversiones.

Es importante mencionar que el rendimiento no solo depende del entorno financiero internacional, sino también del desempeño de las AFP. En ese sentido, el desempeño de las AFP debe cumplir con un actuar prudente y diligente, por lo que deberán realizar un eficiente monitoreo interno de las inversiones, y así lograr el mejor beneficio para los afiliados, es decir, una adecuada rentabilidad y seguridad de los fondos.

En el proceso de gestión de inversión realizado por las AFP se puede presentar una buena o mala gestión del fondo. Una mala gestión del fondo implica que se genere un costo reputacional que acarrea la posibilidad de que los afiliados migren a otras AFP. Mantener una buena gestión implica un actuar diligente que permita lograr un sistema de control que evalúe y monitoree los aspectos significativos que inciden o afectan las carteras administradas, por

tanto, el administrador deberá cumplir con tener un eficiente comportamiento y toma de decisión, además de implementar el uso de mecanismos que mitiguen y desincentiven los posibles problemas que se presenten.

De esta manera, las AFP deberán adoptar estrategias que impliquen mecanismos de *compliance* y las precauciones necesarias para evitar el riesgo de generar un perjuicio en los activos de los afiliados, al encontrarse en mejor posición de obtener información y al ser miembro del Comité de Vigilancia.

SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

El Sistema Privado de Pensiones, conocido como sistema de capitalización individual, fue creado en noviembre de 1992 mediante Decreto Ley N.º 25897. La Ley del Sistema Privado de Pensiones (SPP), conjuntamente con el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N.º 054-97-EF) y Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo N.º 004-98-E), establecen que el SPP es administrado por el sector privado a través de las AFP y la función de supervisión está a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

El funcionamiento del SPP se basa en la inversión en un activo de las cotizaciones que aporta cada individuo, el mismo que genera una rentabilidad; y, llegada la edad de jubilación, los trabajadores recibirán una pensión que se pagará tomando como base las cotizaciones que realizaron y la rentabilidad que han generado.

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

El capital acumulado en la cuenta individual de capitalización del afiliado se construye con los aportes periódicos del afiliado y la rentabilidad generada por las inversiones de las AFP.

En ese sentido, el objetivo de la inversión es maximizar la rentabilidad ajustada por el riesgo de cada portafolio, ampliar la flexibilidad en las inversiones, multifondos, políticas de inversión y análisis de *benchmarking and performance attribution*.

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

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

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

Las administradoras de fondos de pensiones son responsables ante los partícipes, por tanto, deberán destinar parte de la cartera de activos que administran a fondos de inversión con el propósito de obtener una mayor diversificación de sus riesgos y una mayor rentabilidad. Es importante mencionar que las AFP, al administrar recursos del público, se encuentran sujetas a límites y restricciones para la inversión de la cartera que administran, las cuales son establecidas por los respectivos organismos reguladores. Por tanto, la mayor parte de la cartera de inversión de los inversionistas institucionales está destinada a valores emitidos por oferta pública y,

por consiguiente, inscritos y sujetos a la supervisión del ente regulador.

Las AFP deben realizar una eficiente gestión en el proceso de inversión e implementar las mejores políticas de inversión y riesgos aplicadas sobre los fondos de pensiones de los afiliados, así como también las mejores prácticas aplicadas en el Sistema Privado de Pensiones. Dichas mejores prácticas incluyen el uso de códigos de ética, capacidad profesional, el adecuado manejo de conflictos de interés, evitar las prácticas prohibidas de negociación, detectar las posibles negociaciones en el monitoreo de las transacciones (*market watch*), y evaluar los costos de las inversiones considerando los retornos y riesgos involucrados (*soft dollar*).

El Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones (Resolución N° 272-2017-SBS) establece que la Gerencia Integral de Riesgos debe realizar un proceso efectuado por el directorio, la gerencia y el personal aplicado a toda la empresa y en la definición de su estrategia. La Gerencia se encuentra diseñada para identificar potenciales eventos que puedan afectarla, gestionarlos de acuerdo a su apetito por el riesgo y proveer una seguridad razonable, para lo cual deberá adoptar las medidas necesarias de acuerdo a su actividad.

Es ese sentido, el objetivo de la gestión de riesgos de inversión es obtener un rendimiento ajustado al riesgo de acuerdo al perfil objetivo de cada cartera administrada. Por ello, deberán implementar las mejores prácticas en la estructura de gestión de los fondos de pensiones y la reducción de los conflictos de interés, por lo cual, las AFP deben identificar, medir, analizar, monitorear, controlar, informar y revelar los riesgos de inversión que puedan estar expuestas las carteras administradas.

Cabe acotar que este objetivo se basa en contribuir en la construcción del portafolio con la finalidad de buscar un adecuado equilibrio en términos de riesgo y retorno, apoyar en la generación de valor para el afiliado buscando un eficiente *capital allocation*, velar por el cumplimiento de las obligaciones fiduciarias de acuerdo con los criterios establecidos en la política de inversiones, minimizar el impacto negativo de incumplimientos de pago de emisores e instrumentos, y asegurar el cumplimiento de las normas legales vigentes en el proceso de administración de fondos.

Por otro lado, es importante mantener un buen gobierno fiduciario, el cual implica el cumplimiento

de los más altos estándares profesionales en la gestión de las inversiones y riesgo aplicable a administradores. El Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, en adelante, "TUO del SPP" en su artículo 21-B menciona que las AFP, en su condición de inversionistas institucionales, deben cumplir con un actuar diligente, respetando la normativa vigente aplicable y diversificando las inversiones de manera que el riesgo del portafolio se mantenga de acuerdo a los objetivos de cada fondo.

Las AFP deben implementar las mejores prácticas aplicables, como la utilización de *benchmarks* (*performance measurement, performance attribution, performance appraisal*), políticas de inversión disciplinadas, límites a los porcentajes de inversión en cada clase de activo (*strategic asset allocation*), en el cual a partir de las proyecciones de largo plazo seleccionen los activos, de acuerdo a expectativas direccionales de corto plazo (*tactical asset allocation*). Asimismo, mecanismos ante daños y perjuicios por prácticas prohibidas, como mejores prácticas de negociación e inversiones, mejores prácticas en la medición, el manejo de riesgos y las obligaciones fiduciarias que mitigan los conflictos de interés y el riesgo moral.

Sin embargo, para el cumplimiento de las mejores prácticas que engloban la debida diligencia, el Reglamento de Sanciones no contiene una tipificación respecto a cuál es el nivel de diligencia que deben cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario. No obstante, el Título VI (Resolución SBS N.° 052-98-EF/SAFP y modificaciones) y el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, así como la Resolución N.° 5025-2018-SBS, sobre el ejercicio de los representantes de las AFP, tipifican las obligaciones que deben cumplir sobre la base del mantenimiento de un sistema de monitoreo interno activo.

Es importante mencionar, para poder esclarecer la responsabilidad fiduciaria de las AFP, la Resolución SBS N.° 3576-2012 y la Resolución SBS N.° 7356-2012, basados en la sanción a AFP Integra, y la Resolución SBS N.° 12082-2011 y la Resolución SBS N.° 2191-2012 basados en la sanción a Prima AFP. Ambas en base al Fondo Transandino Perú al haber incumplido con la normativa y generado dos infracciones. La primera, por no haber mantenido un adecuado sistema de control interno, tipificado en el artículo 24, artículo 26, inciso h) del artículo 117 y artículo 112 del Título VI. La segunda, por no remitir información que sustente lo siguiente: i)

análisis del desempeño y los riesgos que enfrenta el fondo, ii) medidas implementadas para proteger a los afiliados, iii) evaluación de las inversiones del fondo conforme a las mejores prácticas que un gestor profesional debe emplear, y iv) evaluación de las inversiones del fondo sobre las acciones específicas que planea adoptar respecto a la acusación de alguno de los acreedores de SOMEXPERU.

En ese sentido, las AFP deberán mantener un comportamiento más allá de la verificación, así como justificar las razones de la toma de decisión. Por tanto, deberán mantener un óptimo monitoreo interno de las inversiones antes de la inversión y post-inversión “*ongoing due diligence*” teniendo en cuenta los estándares internacionales.

El control del sistema interno de la inversión, con el fin de lograr mitigar los riesgos de inversión debe denotar preocupación y monitoreo permanente de las inversiones, no solo el participar en las decisiones de inversión, e involucrarse directamente en la gestión de las empresas que conforman el fondo de inversión. En otras palabras, las AFP deberán obtener, procesar y analizar toda información respecto al portafolio del fondo, para así tomar una decisión, debido a que es importante que analice las posibles consecuencias y realice un monitoreo permanente al encontrarse en la posición de participar o integrar el Comité de Vigilancia, Asamblea de Partícipes.

DOCTRINA CIVIL LAW: RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA

En la doctrina nacional, las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones se encuentran sujetas a un régimen común de responsabilidad administrativa regulado en el Anexo I de “Infracciones Comunes” y Anexo IV de “Infracciones Específicas del Sistema Privado de Administración de Fondo de Pensiones”, Reglamento de Sanciones de la Superintendencia, aprobado por la Resolución N.º 2755-2018-SBS y sus modificatorias.

El artículo 94 del Reglamento del TUO de la Ley del SPP dispone que los representantes designados por las AFP a efectos de que se ejerzan, a nombre de los fondos de pensiones, los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos de los fondos de pensiones. Asimismo, deberán velar por la defensa de los derechos que corresponden a los fondos de pensiones, con independencia de los intereses de las AFP, y se

sujetarán a las mejores prácticas de buen gobierno corporativo y propiciarán la adopción de estas en los órganos de gobierno en los que ejercen el cargo.

Por otro lado, el artículo 21-B del TUO, establece que “*las AFP, en su condición de administradoras de los aportes obligatorios y voluntarios que realicen los afiliados a sus CIC, asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales cuya finalidad es la provisión de los recursos adecuados para el otorgamiento de una pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su vida laboral. En merito a ello, es responsable de actuar con la diligencia que le corresponde a su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de tomas de decisiones de la administración de las CIC a su cargo... [..]*”.

Por tanto, el artículo 21-B del TUO dispone que las AFP asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales, debiendo actuar con la diligencia que le corresponde a un experto en las inversiones; esto último conforme al artículo 59 (b) del Reglamento de la Ley del SPP.

Adicionalmente, el artículo 59 (a) del Reglamento de la Ley del SPP precisa que las AFP se encuentran obligadas a administrar los fondos de pensiones atendiendo siempre el interés de los afiliados. El incumplimiento de las AFP del artículo 21-B del TUO encuentra sus parámetros establecidos en el sistema de control interno, el cual deriva de la normativa que regula a las AFP, en particular del Título VI del Compendio de Normas del SPP, el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos, y disposiciones y la Resolución N.º 5025-2017-SBS sobre los requisitos y obligaciones de los representantes de las AFP.

Cabe acotar que la Resolución N.º 5025-2017-SBS reglamenta la participación y elección de los representantes designados por las AFP en las juntas de acciones, asambleas o comités, según corresponda, a los que hace referencia el artículo 94 del Reglamento del TUO. En ese sentido, la norma al tratar sobre el *proxy voting* busca fortalecer la responsabilidad fiduciaria que regula el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones frente a los afiliados y adecuar el comportamiento de las AFP de acuerdo a los estándares internacionales y las mejores prácticas de Gobierno Corporativo.

El incumplimiento de los Administradores de Fondos de Pensiones sobre la Ley General, es decir, el

artículo 21-B del TTUO, establece el deber fiduciario de los administradores, y cuyos parámetros se encuentran establecidos en el Título VI, genera responsabilidad.

Es importante mencionar que el Título VI del Compendio de Normas del SPP tipifica las obligaciones que deben cumplir las AFP con respecto al manejo de las inversiones realizadas con los recursos de las carteras administradas. En ese sentido, las AFP deben adoptar los procedimientos necesarios que les permitan cumplir con la evaluación y monitoreo de los riesgos en las inversiones. De esta manera, establece la obligación de las AFP de monitorear el cumplimiento de dichos criterios, pues sin el debido control o revisión de la información financiera auditada de las empresas, el seguimiento de las inversiones, la evaluación de la experiencia y la calidad de los gestores no es posible asegurar que tal provisión se efectúe de forma oportuna.

La responsabilidad civil se define como “*un fenómeno que consiste en que el ordenamiento jurídico haga de cargo de una persona el deber de resarcimiento del daño ocasionado a otro, como consecuencia de la violación de una situación jurídica*” (León, Leysser: *La Responsabilidad Civil, líneas fundamentales y nuevas perspectivas*. Lima: Jurista Editores, 2007, pág. 35). De este modo, la inexecución de obligación por parte de las AFP nace del vínculo jurídico que une a las partes emanada de una relación obligacional de cumplir con la debida diligencia de una persona experta que tiene conocimientos de las inversiones en las inversiones de fondos de pensiones en el marco de su deber fiduciario tipificada en el artículo 21-B del TUO. Por tanto, como se aprecia en el artículo 1314 del Código Civil, es responsable por el incumplimiento o cumplimiento tardío o defectuoso al haber actuado con culpa (diligencia requerida) al no haber tomado el nivel de precauciones necesarias que acredite un actuar diligente en el monitorear de las inversiones realizadas con los recursos de los afiliados.

Por otro lado, la inexecución de obligaciones adopta el régimen de responsabilidad subjetivo y objetivo. El sistema de responsabilidad aplicable al incumplimiento de las administradoras de fondos de pensiones, derivado del actuar diligente que deben cumplir en el marco de su deber fiduciario, se relaciona con un sistema subjetivo, ya que exige que el causante adopte una diligencia ordinaria, y en caso contrario se le imputará el perjuicio causado.

La diligencia ordinaria analiza si quien ocasionó el daño podía o no prever las consecuencias deriva-

das de su comportamiento “buen padre de familia”. En la misma línea, las obligaciones de medios se caracterizan por el despliegue de una conducta diligente, ya sea esta técnica, profesional o común, y no por lograr un resultado como en las actividades realizadas por médicos, abogados y gestores de negocios (Fraga, Francisco: “Obligaciones de medios y de resultado (a propósito de alguna jurisprudencia reciente)”, *Anuario de Derecho Civil*, número 1, 1991, pág. 7-9). Asimismo, Fraga menciona que las obligaciones de resultado corresponden a los contratos de obra, debido a que en ellas es necesario para su cumplimiento haber logrado el resultado debido.

En el caso en concreto, el comportamiento de un buen gestor de negocios se relaciona con la actividad que realizan las administradoras de fondos de pensiones al administrar intereses ajenos, es decir, gestionar la cartera administrada. En consecuencia, no se le exige al administrador de fondos de pensiones que la inversión sea exitosa, sino que se realice una utilización diligente y correcta de los medios, es decir, la aplicación del conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada profesión y la experiencia, con el fin de lograr un adecuado monitoreo interno de las inversiones. Se trataría de una obligación de medios.

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

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

Por tanto, el grado de colaboración exigido gira en torno a la conducta del deudor, en este caso la del administrador de fondos de pensiones, en base a su diligencia y prudencia empleada en el control

ejercido en el monitoreo interno, en el marco de su deber fiduciario. Para ello, es necesario que se cumpla con las precauciones necesarias a fin de cumplir con el estándar de diligencia según la actividad a realizar.

El esfuerzo técnico del sujeto implica el empleo de instrumentos específicos y adecuados. Ello dentro del concepto de pericia, el cual implica contar con el conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada actividad o específicamente una profesión (Bianca, Massimo: “La negligencia en el derecho civil italiano”, en Alpa, Guido: *Estudios sobre la responsabilidad civil*, Lima: ARA, 2001, págs. 354-355); como en el caso en concreto, un experto en inversiones. Como se puede observar, la diligencia no se basa solo en el empleo de cuidado y prudencia, sino también de pericia.

Como se ha señalado, con la finalidad de cumplir con el estándar de diligencia y, en consecuencia, cumplir con la obligación de mantener un óptimo monitoreo, es necesario implementar un sistema de prevención en aras de cumplir los criterios de control interno, como son la eficacia, eficiencia, confiabilidad, integridad, disponibilidad y cumplimiento normativo, establecidos en el manual de políticas y procedimientos.

Al no existir parámetros de debida diligencia específicamente para administradores de fondos de pensiones, y con el fin de que sean exigibles los estándares de responsabilidad fiduciaria, en el marco del *due diligence* que deben seguir las AFP, se debe adaptar la doctrina del *common law*, la cual contiene criterios definidos sobre el deber fiduciario mediante presupuestos regulatorios y dispositivos de protección de mercado; por el contrario, el *civil law* no lo detalla. En ese sentido, se adopta la doctrina de Estados Unidos y Reino Unido referente a la regla del *prudent investor* al existir desconocimiento de cuál es el estándar de diligencia que deben cumplir las AFP en el marco de su deber fiduciario y no encontrarse regulado en la doctrina nacional.

DOCTRINA DEL COMMON LAW: ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO

En Estados Unidos, los deberes fiduciarios a cumplir por los administradores de fondos tienen inicio en 1830 en la Corte Suprema de Massachusetts, con el caso *Harvard College v. Amory*, al establecer el

prudent man rule o regla del hombre prudente. En Reino Unido, con la Ley General aplicable a los administradores de fondos “*The Trustees Act of 1925*” y la ley específica de la estructura del sistema de pensiones, la cual se encuentra en *The Pensions Security Act 1993* y *The Pension Act 1995*. Asimismo, se encuentra restringida por el *Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* o “*The Investment Regulations*”.

Bajo el *prudent man rule* de la regulación del manejo de fondos de pensiones de Estados Unidos y Reino Unido, el fiduciario debe actuar con la prudencia y diligencia respecto a la gestión del fondo de pensiones y sus activos, mantenerse imparcial en la toma de decisiones y buscar el mejor interés de los beneficiarios. Es decir, el mejor interés financiero, para lo cual deberá tomar una decisión de inversión que brinde el mejor retorno para los beneficiarios, considere la relación del riesgo en la inversión, y mantenga la perspectiva del rendimiento de inversión.

No obstante, este estándar fue considerado como conservador al aplicar una evaluación aislada de la prudencia en cada inversión en lugar de ver la cartera como un todo. Incluso, se consideró que la regla del hombre prudente expone al fondo fiduciario a una inflación considerable al riesgo, la cual se encuentra correlacionada con el retorno y el riesgo no sistemático. Por ello, debido a las críticas realizadas al *prudent man rule* se comenzó a realizar una reforma basada en la teoría de la cartera moderna.

Es así como se crea la regla del *prudent investor* en Estados Unidos en el *US Employee Retirement Income Security Act of 1974* (ERISA), y en Reino Unido, en *UK Pensions Act 1995*. Ambas establecen que el cumplimiento de la norma es una responsabilidad continua, orientada al comportamiento en lugar del resultado. Además, este comportamiento es comparado con el de una persona experta en inversiones y no como una persona ordinaria. Es así como se incorporan los deberes y obligaciones que debe cumplir un fiduciario experto con respecto al fideicomiso o fondo, en el estándar del *prudent expert* para Estados Unidos o el *ordinary man of business* en Reino Unido (Del Guercio, Diane: “The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments”, *Journal of Financial Económica*, 1996, pág. 31).

Cabe acotar que *The Restatement (Third) of Trusts* y *The Uniform Prudent Investor Act* establecen princi-

pios para el actuar prudente de la persona dedicada a las inversiones, éstos no tienen el carácter mandatorio del *prudent investor rule* que analiza ERISA. De esta manera, ERISA requiere no solo ver la cartera como un todo, sino también que el beneficiario sea tolerante al riesgo y siga el propósito del fideicomiso.

Por otro lado, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido, los administradores de fondos delegan algunos aspectos de las decisiones de inversión a los gestores de fondos mediante el *Investment Management Agreement*; por lo cual, ambos se encuentran bajo la obligación de mantener una inversión prudente, ya que mantienen una obligación fiduciaria directa.

La regla del *prudent investor rule* no exige a los administradores de fondos de pensiones evitar el riesgo, sino realizar una gestión prudente del riesgo. Además, según el *Restatement (Third) of Trusts (1992)* y *Uniform Prudent Investor Act*, el fiduciario debe manejar la cartera con una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el fideicomiso. Por ello, el fiduciario debe contar con una estrategia de inversión diseñada razonablemente para lograr los objetivos (Pancoast, Abigail: *ERISA Fiduciary Responsibilities: A Primer for Plan Sponsors*, Lincoln National Corporation, 2010, pág. 01). Por lo cual, deberá tener en cuenta el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia asociada con la inversión. Además, implementar mecanismos de *compliance* en base al *prudent investor rule*.

Como se ha mencionado, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido se ha desarrollado el *prudent investor rule* específico para los administradores de fondos de pensiones, así como otras normas complementarias. De este modo, el administrador de fondos de pensiones es comparado con el comportamiento de una persona experta en inversiones y no como una persona ordinaria (*prudent expert principle*).

El *prudent expert principle* de la regulación de Estados Unidos y Reino Unido indica que la decisión realizada por el administrador de fondos de pensiones debe mantener altos estándares de conducta. En otras palabras, deberá actuar como una persona experta en inversiones (*prudent investor rule*) en lugar de compararlo con una persona ordinaria (*prudent man*). El experto en inversiones debe actuar con razonable cuidado y destreza. Además, es

importante mencionar que el término “prudencia” es interpretado según los lineamientos de la economía financiera, es decir, el administrador deberá diversificar el portafolio y maximizar la rentabilidad ajustada al riesgo.

Adicionalmente, Pancoast menciona que los administradores de fondos de pensiones, en el desempeño de sus funciones, y su actuar prudente como un experto en inversiones, deben tener conocimiento y experiencia en todos los aspectos de la administración del plan o confiar en expertos externos. De este modo, los criterios de un actuar diligente se encuentran circunscritos en que los administradores internos o representantes en las asambleas o comité cumplan con las calificaciones requeridas de administración financiera y experiencia, ya que ellos pueden oponerse o mostrarse de acuerdo a las decisiones propuestas por los gestores de los fondos.

Asimismo, deben asegurar que la toma de decisión realizada sobre las inversiones de los fondos de pensiones sea beneficiosa para los afiliados y cumpla con los estándares de debida diligencia. Por otro lado, al ser la administración de fondos de pensiones una actividad que envuelve riesgos e incertidumbre, el comportamiento de los fiduciarios no puede ser dictado sin analizar las consecuencias o realizar un monitoreo permanente (Cooter, Robert y Freeman, Bradley: “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”, *New York University Law Review*, 1991, pág. 1047). Por tanto, deberán hacer ajustes a la cartera cuando lo consideren, investigar cuidadosamente las oportunidades, cumplir con lo establecido en las políticas de inversión, así como obtener la información relevante y necesaria antes de tomar una decisión, todo ello en el marco del cumplimiento de su debida diligencia, alinear el riesgo de mercado, mantener una tolerancia al riesgo de los beneficiarios y gestionar la exposición al riesgo de mercado de manera continua (Schanzenbach, Max y Sitkoff, Robert: “The Prudent Investor Rule and Market Risk”, *Journal of Empirical Legal Studies*, Volumen 14, número 1, 2017, pág. 136). En ese sentido, como indican Cooter and Freeman, los actos de *non-compliance* son indicadores de un proceder negligente y deberá cumplir con un *ongoing duty to monitor investment* o un *ongoing due diligence*.

La falta de debida diligencia implica una toma de decisión de inversión negligente que implica un fallo en el ejercicio del deber de cuidado y la destreza

de una persona prudente. En caso el administrador de fondos de pensiones infrinja alguna obligación fiduciaria, será responsable por daños y perjuicios.

De este modo, se configura el incumplimiento del deber de diligencia, ya que, pese a que el administrador de fondos de pensiones tuvo conocimiento de los hechos, o mediante la ejecución del *due diligence* pudo haber tenido conocimiento de ellos, no reequilibró la cartera para lograr un óptimo desempeño.

CRITERIOS DE DEBIDA DILIGENCIA

Como se ha mencionado, el vínculo jurídico que existe entre las AFP y los beneficiarios emana de la relación obligacional de velar por la defensa de los derechos que corresponden a los beneficiarios, con independencia de los intereses de las AFP. El incumplimiento de la obligación preexistente de mantener un adecuado sistema de control interno tipificado en el Título VI y en el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y disposiciones, delimita lo que debe cumplir un experto en inversiones de fondos de pensiones en cumplimiento del estándar de *due diligence* o debida diligencia, en el marco de su deber fiduciario tipificado en el artículo 21-B del TUO.

Un óptimo control del sistema interno de las inversiones busca lograr mitigar los riesgos de inversión. Este no se basa solo en participar en las decisiones de inversión e involucrarse directamente en la gestión de las empresas que conforman el fondo de inversión, sino una real preocupación y monitoreo permanente de las inversiones. En ese sentido, los administradores de fondos de pensiones, en base al *due diligence*, deben realizar un monitoreo activo, es decir, un comportamiento que vislumbre más allá de la verificación.

En otras palabras, deberán actuar más allá de realizar una verificación y comprender las razones subyacentes a esta, realizar un seguimiento, contratar a expertos externos con la capacidad de ser expertos en su área, asegurar el control interno, monitorear las operaciones de derivados y las inversiones financieras estructuradas, reunirse con el gerente de la Gestión de Riesgo e Inversiones, revisar los estados financieros para evaluar si reflejan los rendimientos esperados de la estrategia de inversión y las mejores prácticas, preguntar sobre la existencia de *side pockets* y *side letters*, las restricciones sobre la

liquidación de activos, el derecho de voto en relación con la capacidad del fondo para reestructurar si es necesario (Mangiero, Susan y Poe, Alexandra: *ERISA Pension Plans: Due Diligence for Hedge Funds and Private Equity Funds*. Material de enseñanza. New York: Strafford, 2012, pág. 26), asistir a las Asambleas con los partícipes del fondo y el gestor del fondo, y preguntar o cuestionar cualquier decisión sobre la inversión del fondo que no cumpla con el *Limited Partnership Agreement* (Clark, Gordon: “Fiduciary duty, statute, and pension fund governance: The search for a shared conception of sustainable investment”. *Fiduciary duty and governance*, Oxford University, 2011, pág. 17). Además, en caso de que el administrador de fondos observe que se está realizando un erróneo manejo del fondo por parte del gestor, este deberá retirar sus inversiones, así como notificar al ente supervisor de los hechos.

Lo señalado en el párrafo anterior se centra en la obligación de monitorear e investigar las inversiones. En ese sentido, el monitoreo abarca la supervisión, es decir, la responsabilidad continua del administrador de fondos de pensiones de supervisar la idoneidad de las inversiones ya realizadas, así como las decisiones respecto a las nuevas inversiones. Asimismo, proteger las inversiones a través del *proxy voting*, participar en diálogos y otras estrategias (Richardson, Benjamín: “Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?”, *Banking and Finance Law Review*, 2007, pág. 165).

La obligación de investigar, según Richardson, se basa en la responsabilidad de examinar la información que pueda tener una importancia sobre el valor o la seguridad de una inversión. Es decir, implica juzgar la calidad y la integridad de la información inicial obtenida y, a partir de ello, decidir si es necesario realizar más verificaciones o investigaciones.

Otro punto importante es el daño o perjuicio causado por el incumplimiento al infringir el deber de lealtad referido a buscar el mejor interés para el beneficiario, el administrador de fondos de pensiones genera daño, al no haber actuado con debida diligencia en la toma de decisión. Estas acciones generan pérdida económica y, por ende, menor rentabilidad del fondo.

Por ello, el administrador de fondos de pensiones se encuentra obligado respecto a la observancia de un

estándar o un modelo de conducta (obligaciones de prudencia y diligencia), el cual se rige bajo la verificación de que la selección de inversión se realice con el debido cuidado, destreza y prudencia de una persona diligente que tiene conocimientos del sistema de pensiones, y no si la inversión tiene éxito o fracasa. Dicho actuar, como se menciona en Toomer v. Branch Banking & Trust (2005), se analiza desde el momento en que tuvo conocimiento, o por medio de la práctica debió conocer los hechos, debido a que el administrador de fondos de pensiones es responsable de supervisar la idoneidad de las inversiones, proteger las inversiones a través del *proxy voting*, participar en diálogos y otras estrategias.

De este modo, la obligación de actuar negligente por las AFP deriva de la inacción de no emplear los mecanismos adecuados y necesarios para monitorear las inversiones y mitigar los riesgos de inversión al no identificar y analizar la deficiencia del control de gestión de la sociedad administradora de fondos. Es decir, el no haber realizado los mejores esfuerzos que realizaría una persona razonable, en el mismo tipo de circunstancias, no si la inversión tuvo éxito o fracasó.

Es decir, realizar los mejores esfuerzos, los cuales implican poner en práctica los mecanismos adecuados y necesarios para realizar un monitoreo efectivo de las inversiones en cumplimiento de la normativa vigentes, y los documentos referidos a las mejores prácticas. Para ello, deberá disponer de las herramientas necesarias para realizar lo siguiente: i) supervisar la gestión de la administradora, ii) evaluar los potenciales conflictos que se presenten en las inversiones realizadas por el administrador, iii) verificar que las inversiones se efectúen conforme los criterios de diversificación, límites y requerimientos establecidos en el Reglamento de Participación, y iv) participar en el proceso de toma de decisiones en el Comité de Vigilancia como en la Asamblea de Partícipes.

Los mecanismos por los cuales las administradoras de fondos de pensiones pueden delimitar cuáles son los criterios de debida diligencia en su responsabilidad de monitorear adecuadamente las inversiones se basan en que las actividades relacionadas con el proceso de inversión requieren una efectiva regla de *due diligence*, la cual debe realizarse siguiendo los estándares razonables de conducta. De este modo, el estándar de actuación de las AFP en carácter fiduciario de los fondos de pensiones corresponde a un actuar diligente en el que debe

cumplir los siguientes parámetros: i) emplear una investigación apropiada del manejo de las inversiones, ii) actuar como una persona experta en inversiones, e iii) implementar mecanismos en el manejo del riesgo del fondo.

Como primer criterio se encuentra el contar con mayor información para tomar las precauciones que conllevan un nivel óptimo de desenvolvimiento de la actividad. Es decir, implementar mecanismos de mejores prácticas internacionales en la estructura de gestión de los fondos de pensiones y la reducción de los conflictos de interés. De esta manera, las AFP deben juzgar la calidad y la integridad de la información inicial obtenida y, a partir de ello, decidir sobre la decisión de la necesidad de realizar más verificaciones, o investigaciones para así adoptar una estrategia de inversión e implementar mecanismos de *compliance* que permitan velar por el interés del beneficiario. En ese sentido, una investigación diligente se lleva a cabo antes y durante el proceso de inversión, por lo cual las AFP deben investigar cualquier sospecha, inexactitud, ocultamiento, apropiación indebida, negligencia, incompetencia, violación a las reglas o normas, así como cualquier otra irregularidad. En otras palabras, deberá ser investigada cualquier situación u acto que la AFP observe que sea contradictorio, no cuente con un sustento razonable o carezca de documentación.

Al respecto, la resolución del caso Transandino Perú delimita que las AFP deben revisar la información financiera auditada y no auditada, investigar las oportunidades, obtener información relevante y necesaria, al tomar una decisión que sea beneficiosa para los afiliados, entre otros. Por tanto, la labor de las AFP en el Comité de Vigilancia es fundamental al evaluarse en ellas cualquier impacto respecto al fondo, la situación de las empresas, el cumplimiento del Reglamento de Participación. Además, deberán las AFP establecer en las Actas de los Comités de Vigilancia aspectos que evidencien el cumplimiento del *due diligence*. Por otro lado, en el marco de investigar la prudencia de una inversión, las AFP deben supervisar que los gestores de fondos revelen la información relevante con respecto al fondo. En caso el gestor de fondos se niegue a brindar la información, la AFP deberá exigir el cumplimiento del contrato o en todo caso realizar el retiro de sus inversiones en dichos fondos.

Como segundo criterio la AFP deberá contar con expertos con habilidades específicas en el manejo

de los activos, es decir, una persona experta en inversiones y no una persona ordinaria. Por tanto, deberá tener conocimientos en adquisiciones, *private equity*, *hedge funds*, *commodities*, *real estate*, entre otros. Además, deben contar con un conjunto de habilidades (primaria, secundaria, coinversión, crédito y legal). Asimismo, los expertos también necesitan soluciones tecnológicas que puedan ayudar a llevar a cabo la diligencia de forma más eficaz, estructurada e informada. Por tanto, deberán contar con los requisitos de recursos humanos y tecnológicos más importantes necesarios para los inversores.

En la misma línea, debe contar con un experimentado Comité de Inversiones, debido a que son los encargados de asegurar la consistencia de la selección de la inversión y la creación de un portafolio equilibrado y estratégico. En ese sentido, las AFP deben ser no solo diligentes, sino también contar con la destreza de una persona que tiene conocimiento, y experiencia en el desempeño de las inversiones de fondos de pensiones. Esta destreza o pericia implica contar con el conocimiento de reglas técnicas que caracterizan a determinada actividad o profesión. Por otro lado, al ser representantes en las Asambleas de Partícipes, pueden oponerse o mostrarse de acuerdo a las decisiones propuestas por los gestores de los fondos. Por lo cual, en caso de que no cumplan con los conocimientos y experiencia en todos los aspectos de la administración del fondo, deberán confiar en expertos externos.

De esta manera, la actividad que realiza una persona experta en inversiones implica que tenga conocimiento y experiencia en todos los aspectos de la administración del fondo. Para ello deberá cumplir con las obligaciones emanadas de la normativa y los documentos referidos a mejores prácticas. En el caso en concreto la normativa referente a un actuar diligente, como parte de su responsabilidad fiduciaria, es decir, el artículo 21-B del TUO, la cual implica el cumplimiento de las obligaciones emanadas del Título VI el Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos y la Resolución N.º 5025-2017-SBS.

Como tercer criterio se encuentra el implementar mecanismos de manejo del riesgo del fondo. De esta manera, deberá contar con una estrategia de inversión que tenga en cuenta el riesgo de pérdida

y la oportunidad de ganancia asociada con la inversión e implemente mecanismos de *compliance*. Incluso, establecer objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el fondo. Ello debido a que la gestión de riesgos implica evaluar el riesgo de liquidez, riesgo de integridad, riesgo operacional, transparencia limitada, debilidad en la valorización, cuestiones de control, conflictos de interés. Por tanto, no se les exige a los administradores de fondos de pensiones evitar el riesgo, sino realizar una gestión diligente del riesgo que implemente una estrategia de inversión global con objetivos de riesgo y retorno razonablemente adecuados, y mantener una tolerancia a la volatilidad. En otras palabras, que implemente mecanismos de *compliance* y se encuentre diseñada con objetivos de riesgo y rendimiento razonablemente adecuados para el fondo.

Los medios necesarios a implementar por las AFP con el fin de proteger los intereses de los afiliados y lograr un óptimo monitoreo parten de implementar la función preventiva, la cual implica establecer un nivel de prevención y minimizar el costo de los accidentes y la probabilidad de generar daño. Por tanto, el incurrir en mayor costo de precaución por parte de las administradoras de fondos de pensiones reduce la probabilidad de ocasionar un daño a los afiliados con respecto a sus activos en el fondo, así como la probabilidad de que ocurra. De esta manera, al contar con la mayor información para tomar las precauciones que conllevan un nivel óptimo de desenvolvimiento de la actividad, debe implementar mecanismos de mejores prácticas en la estructura de gestión de los fondos de pensiones y la reducción de los conflictos de interés.

En conclusión, las AFP deben adoptar los criterios indicados para evitar el riesgo de generar un perjuicio en los activos de los afiliados con el fin de que se tomen las precauciones necesarias, por parte de los representantes expertos que se encuentra en mejor posición de obtener información sobre los acontecimientos alrededor del fondo al ser miembros o partícipes de los Comité de Vigilancia o Asamblea de Partícipes.

CLARA MENDEZ ZEVALLOS (*)

(*) Abogada de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría (Lima).