

AN-MET 460

ISN 43058

**PROYECTO DE REFORMA DEL
SISTEMA PREVISIONAL BOLIVIANO**

**POLÍTICA DE INVERSIONES DE LOS
FONDOS DE CAPITALIZACIÓN**

27 de enero de 1993

Privatization and Development Project (No. 940-0016)
Funded by the U.S. Agency for International Development
Project Office: APRE/EM
Contract No. DPE-0016-Q-00-1002-00
Contractor: Price Waterhouse





POLÍTICA DE INVERSIONES DE LOS FONDOS DE CAPITALIZACIÓN

CONTENIDO

I.	RESUMEN	1
II.	PRINCIPIOS FUNDAMENTALES	3
	A. Inversión en Instrumentos Financieros y no en Otros Bienes	4
	B. Diversificación de Inversiones	5
	C. Evitar Conflictos de Interés e Incentivos Perversos	5
	D. Transparencia de las Transacciones y Valorización a Precios de Mercado . . .	5
	E. Seguridad de los Activos Representativos de las Inversiones	6
III.	POLÍTICAS ESPECIFICAS QUE SE PROPONEN EN LA LEY PARA CUMPLIR CON LOS PRINCIPIOS	7
	A. Inversión en Instrumentos Financieros y Diversificación de las Inversiones . .	7
	1. Inversiones Autorizadas	7
	2. Límites Máximos de Inversión	13
	B. Evitar Conflictos de Interés	23
	1. Prohibiciones Relativas a Transacciones	23
	2. Prohibiciones Relativas al Uso de Información Reservada o Privilegiada	23
	3. Prohibiciones Relativas a las Inversiones Comunes entre SAP y el Fondo de Capitalización que Administra	24
	4. Prohibición o limitación a Inversiones en Sociedades Anónimas Relacionadas con la SAP	24
	5. Límites a la Concentración Excesiva en un Determinado Emisor . . .	25
	6. Límites a Inversiones Relacionadas	26



7.	Prohibición de Invertir en Sociedades de Propiedad Concentrada . .	25
8.	Normas Relativas a Resguardar los Intereses de los Fondos de Capitalización como Accionistas Minoritarios de las Sociedades Anónimas en que Inviertan	26
9.	Otras Sociedades Anónimas en Cuyas Acciones No Podrían Invertir los Fondos de Capitalización	27
C.	Transparencia de las Transacciones y Valorización a Precios de Mercado .	27
D.	Seguridad de los Activos Representativos de las Inversiones	29
IV.	CONCLUSIÓN	30
ANEXO	Proyecto de Ley: Normas de Inversión	

La política propuesta permite el funcionamiento del sistema previsional en un mercado de valores incipiente y, a la vez, que a través del desarrollo del sistema previsional se estimule el desenvolvimiento natural de dicho mercado evitando un desarrollo artificial de determinados instrumentos.

Este documento explica en detalle las regulaciones específicas contenidas en el proyecto de ley que cumplen con los principios.

Bosquejo. Se explican los principios fundamentales de la política de inversiones, como también aspectos específicos contenidos en el Proyecto de Ley que permitirán llevar a cabo estos principios fundamentales. En el anexo, se presentan las normas de inversión contenidas en el borrador del Proyecto de Ley.

POLÍTICA DE INVERSIONES DE LOS FONDOS DE CAPITALIZACIÓN

I. RESUMEN

Antecedentes. El presente documento, elaborado por Price Waterhouse, los consultores independientes de Price Waterhouse Augusto Iglesias, Eugenio Camus y Lucía Merino, y el equipo técnico del Proyecto Reforma Previsional Boliviana explica en detalle la base de la política de inversiones de las Sociedades de Administración Previsional (SAPs) que se propone en el Proyecto de Ley Previsional.

Alcance de Trabajo. El alcance del presente trabajo es exponer los principios fundamentales que regulan las inversiones que pueden hacer las Sociedades de Administración Previsional con los recursos de los afiliados al sistema propuesto de capitalización individual; explicar en detalle las políticas específicas que se proponen en el Proyecto de Ley para cumplir con los principios; y presentar la parte del Proyecto de Ley que permita llevar a cabo estos principios.

Objetivo. El objetivo del informe es proporcionar un mejor entendimiento de la necesidad y del porque regular la actividad de inversiones de las SAPs. Esta política sirve para aumentar la seguridad y estabilidad del sistema de capitalización individual y por lo tanto al trabajador afiliado al sistema, a cuyo beneficio está dedicado el sistema propuesto.

Metodología. El informe se basa en la experiencia chilena y un estudio del mercado de valores de Bolivia. Se contó con el apoyo de un equipo de especialistas chilenos en la capitalización individual y el mercado de valores para definir las acciones de las SAPs en la área de inversiones, y las actividades de la superintendencia de SAPs en el controlar y monitoreo de las inversiones de las SAPs.

Resultados y Conclusiones. Para que las inversiones produzcan una adecuada rentabilidad y tengan la seguridad necesaria, se requeriría que los recursos de los Fondos de Capitalización se inviertan de acuerdo a los siguientes principios básicos:

- Las inversiones se realicen en instrumentos financieros y no directamente en bienes.
- Exista una amplia diversificación de las inversiones.
- Ausencia de conflictos de interés e incentivos distintos a los de rentabilidad y seguridad de los Fondos de Capitalización.
- Las transacciones se realicen públicamente en mercados formales y a precios de mercado, valorizando en base a ellos las inversiones.
- Existencia de condiciones que otorguen seguridad a los activos representativos de las inversiones.

II. PRINCIPIOS FUNDAMENTALES

El otorgar pensiones dignas a los trabajadores es el fin último de la reforma que se propone al sistema de pensiones boliviano. Lograrlo dependerá de la rentabilidad y seguridad de las inversiones.

A través de la inversión de los ahorros previsionales se busca generar una rentabilidad para sus afiliados que les permita contar al término de su vida laboral con un capital suficiente para financiarse una pensión adecuada. Sin embargo, el logro de una adecuada rentabilidad no es una tarea simple de ejecutar, pues está supeditada a eventos futuros, muchas veces difíciles de prever, y al dilema que normalmente una mayor utilidad esperada va asociada a un mayor riesgo esperado.

Las inversiones de los Fondos de Capitalización tendrán características o condicionantes especiales que las diferencien de otro tipo de inversiones. Por una parte, está la necesidad que las pensiones sean, dentro de lo posible, estables en el tiempo y, en segundo lugar, que las pensiones, en su mayor parte, se deban pagar en varios años más.

Lo anterior determina que las inversiones de los fondos deban ser muy seguras y lograr la mejor rentabilidad de largo plazo posible, para ese nivel de seguridad. En estas circunstancias, la política óptima de inversión se logra diversificando al máximo las inversiones, es decir, invirtiendo los ahorros previsionales en muchos instrumentos y emisores. De esta forma se compensan los riesgos de distintos instrumentos, de modo que si en un determinado momento un instrumento obtiene una baja rentabilidad, ésta sea compensada por otros que den un mayor retorno, logrando así una rentabilidad más estable en el tiempo.

Por tratarse de un ahorro obligatorio y existir una garantía estatal de por medio, en los inicios del sistema sería conveniente enfatizar la variable seguridad de los fondos. En este sentido, se proponen diversos mecanismos de protección de los fondos, que tendrán como objetivos limitar el riesgo, promover la transparencia en las operaciones y facilitar la fiscalización del proceso de inversión. Y, por último, se trata de que estas regulaciones creen incentivos para que el interés por formar una Sociedad de Administración Previsional (en adelante SAP) se guíe sólo por razones de eficiencia en el manejo administrativo y de cartera, y que de allí deriven sus eventuales utilidades.

Para que las inversiones produzcan una adecuada rentabilidad y tengan la seguridad necesaria, se requeriría que los recursos de los Fondos de Capitalización se inviertan de acuerdo a los siguientes principios básicos:

- Las inversiones se realicen en instrumentos financieros y no directamente en bienes.
- Exista una amplia diversificación de las inversiones.

- Ausencia de conflictos de interés e incentivos distintos a los de rentabilidad y seguridad de los Fondos de Capitalización.
- Las transacciones se realicen públicamente en mercados formales y a precios de mercado, valorizando en base a ellos las inversiones.
- Existencia de condiciones que otorguen seguridad a los activos representativos de las inversiones.

A. Inversión en instrumentos financieros y no en otros bienes

Se contempla que los Fondos de Capitalización se especialicen en la inversión de instrumentos financieros y no se involucren en la administración de bienes tales como: carreteras, industrias, crédito, entre otros. Siempre existirán instituciones especializadas que los puedan administrar más eficientemente.

En consecuencia, los Fondos de Capitalización solamente podrán invertir indirectamente en sectores específicos como obras públicas, vivienda, etc., a través de instrumentos financieros que tengan como contrapartida tales bienes. Ejemplo de ello son bonos del estado, letras de crédito para la vivienda o depósitos a plazo. Tales instrumentos debieran tener un mercado secundario que permita dar liquidez a los fondos, evitándoles incurrir en pérdidas al enajenar sus activos para hacer frente a sus compromisos.

Ideas tales como otorgar créditos a los afiliados para la compra de viviendas, financiados con los ahorros previsionales, tendrían graves consecuencias en las pensiones.

Si el crédito se otorgase a tasas más bajas que las de mercado, ello redundaría en una menor rentabilidad para el Fondo, y, por lo tanto, en una menor pensión. Ello sería una forma alternativa de adelantar los beneficios de la previsión y consecuentemente iría contra el principio que inspira el sistema previsional que se propone para Bolivia: ahorrar para el futuro. Por otra parte, si el crédito se otorgase en condiciones de mercado, el costo de hacerlo probablemente sería superior al que incurriría una entidad especializada y, por lo tanto, tendría que cobrar mayores comisiones, con lo cual también se verían perjudicadas la rentabilidad y las pensiones.

Asimismo, si se obligase a que un porcentaje de los ahorros se destinase a este tipo de inversión (créditos para afiliados, por ejemplo, para la compra de viviendas) además de aumentar el riesgo de la cartera, se perjudicaría al resto de los sectores económicos, por cuanto menos recursos se destinarían a ellos.

Por lo tanto, la inversión en instrumentos financieros permitiría la especialización en las inversiones, con la consiguiente reducción de costos, y otorgaría liquidez a los fondos, contribuyendo con ello a la obtención de un adecuado equilibrio de rentabilidad y seguridad.

B. Diversificación de Inversiones

Como se ha señalado al comienzo de esta exposición, la manera más eficiente y aceptada de alcanzar una adecuada rentabilidad y seguridad en el manejo de recursos financieros, es a través de una alta diversificación, esto es, que los dineros se encuentren depositados en una amplia gama de instrumentos y emisores. El óptimo es obtener una diversificación similar a la de la economía o "Portafolio de Mercado", es decir, invertir en los diversos sectores en las mismas proporciones que la economía lo hace.

En tal sentido, las normas de inversión debieran establecer proporciones máximas del Fondo de Capitalización entre las distintas alternativas de inversión, que eviten la concentración en un determinado tipo de instrumento o de emisor en particular.

Establecer límites mínimos en determinados instrumentos y/o emisores, sería nocivo para los Fondos, por cuanto se les estaría obligando a incurrir en riesgos que no necesariamente se desean tomar, con lo cual se perjudica a los afiliados en beneficio de los receptoras de aquellos fondos obligados por el mínimo. Además, debido a que los recursos siempre son escasos, se prestaría para fuertes presiones de los grupos interesados por canalizar los fondos a sus sectores.

En consecuencia, los Fondos de Capitalización debieran tener la opción de invertir menos que lo legalmente autorizado, e incluso nada, dependiendo de las características de riesgo y rentabilidad de los instrumentos ofrecidos en el mercado.

Por otra parte, es conveniente que las normas de diversificación favorezcan un equilibrio entre las inversiones representativas de deuda como de capital, asumiendo que ambas tienen riesgos. Incluso, puede pensarse en reducir el riesgo asociado al país, a través de destinar un porcentaje de las inversiones a instrumentos financieros emitidos en el extranjero.

C. Evitar conflictos de interés e incentivos perversos

La Ley debiera pronunciarse acerca de ciertas situaciones que atentan contra el objetivo único que debiera fijarse para las inversiones, otorgar una adecuada rentabilidad y seguridad a los fondos. En este sentido, la ley incluye prohibiciones relacionadas con la inversión de los recursos de los Fondos en determinadas sociedades; con la utilización de información por parte de personas ligadas a la administración o propiedad de la SAP ya sea en beneficio propio o que perjudique la cotización de los valores del Fondo; con que personal o socios de la SAP utilicen su posición para influir en el mercado de valores; entre otras. Asimismo, se propone establecer estrictas sanciones frente a hechos de esta naturaleza.

D. Transparencia de las transacciones y Valorización a precios de mercado

A objeto de evitar que se transfiera parte del patrimonio de los Fondos de Capitalización hacia terceras personas, mediante transacciones a precios distintos al valor de mercado, éstas

debieran efectuarse públicamente en un mercado formal, primario o secundario, que para tales efectos defina la autoridad. Se debiera lograr que en ellos no se puedan transar instrumentos financieros del Fondo a precios que sean perjudiciales para éste, considerando los precios de mercado vigentes. Así, la rentabilidad que se obtenga será concordante sólo con el riesgo de la inversión que se realiza.

Por otra parte, es importante que la cartera de inversiones de cada Fondo llegase a representar, de manera fiel, el patrimonio de sus afiliados, para lo cual sería fundamental que los instrumentos constitutivos de la cartera se valorizaran periódicamente a su valor de mercado. De no ser así se generarían incentivos perversos a realizar transacciones con el sólo objeto de reflejar utilidades o pérdidas, encareciendo el manejo de los fondos. Además, una valorización diferente provocaría utilidades o pérdidas a los afiliados que se traspasen de un Fondo de Capitalización a otro o se acojan a pensión.

E. Seguridad de los activos representativos de las inversiones

Para seguridad de los fondos de propiedad de los afiliados al nuevo sistema, debiera contarse con un sistema de resguardo físico de los títulos representativos de las inversiones del Fondo de Capitalización, que permita que las autoridades competentes puedan ejercer control.

III. POLÍTICAS ESPECIFICAS QUE SE PROPONEN EN LA LEY PARA CUMPLIR CON LOS PRINCIPIOS

La ley se trata de instrumentos financieros que no son muy desarrollados en este momento en el presente mercado de valores boliviano. Se hace esto en anticipación al fuerte incentivo al mercado financiero impulsado por la reforma del sistema de pensiones que dirige los fondos de capitalización a inversiones en instrumentos financieros. Se incluyen instrumentos financieros no muy desarrollados hasta la fecha en el Proyecto de Ley porque la ley existe un perpetuidad, y tiene que anticipar todas las posibilidades que pueden surgir en el futuro. El objetivo de los reglamentos relacionarán la ley con la actualidad.

A. Inversión en instrumentos financieros y Diversificación de las inversiones

La diversificación de las inversiones resultaría básicamente de dos elementos: por una parte, de los instrumentos en que pueden invertirse los recursos de los Fondos de Capitalización y, por otra, de los límites máximos de inversión que se autoricen.

En este sentido, se propone que la ley establezca que los Fondos de Capitalización puedan invertirse exclusivamente en instrumentos financieros que reúnan determinados requisitos de elegibilidad.

Por otra parte, se propone que la ley establezca límites máximos de inversión, o proporciones máximas, que eviten la concentración en un determinado tipo de instrumentos o de emisor en particular.

1. Inversiones autorizadas

Se propone que los recursos de los Fondos de Capitalización se inviertan sólo en los siguientes tipos de instrumentos:

a. Títulos emitidos por el Tesoro General de la Nación o por el Banco Central de Bolivia

Se ha estimado conveniente que el Banco Central pudiese acceder a los recursos de los Fondos de Capitalización por ser los emisores tradicionales de títulos en el mercado boliviano y quien ofrece garantías serias de cumplimiento de sus compromisos.

Se contempla autorizar la inversión en títulos emitidos por el Tesoro General de la Nación a objeto de procurar al Estado el financiamiento que, en parte, habrá de requerir para financiar el déficit fiscal que genere la reforma previsional, como también por el hecho de que en todas las economías desarrolladas el Estado puede financiar sus inversiones por esta vía, evitando que sea hecha en base a mayores tributos.

Sin perjuicio de lo anterior, de permitirse la concentración en instrumentos del Estado, producto de la necesidad creciente de recursos para financiar los compromisos del actual sistema, ello podría derivar en que a la larga el nuevo sistema dependiera de la capacidad de pago del Estado, lo que provocaría un alto riesgo de estatización del sistema. Al ser nuevamente las jubilaciones pagadas por el presupuesto fiscal, su monto de una u otra manera, dependería de la mayor o menor holgura presupuestaria, tal como en la actualidad. Por tal motivo, se establecen límites máximos de inversión que impidan una concentración excesiva en este tipo de instrumentos, perjudicial para el cumplimiento de los objetivos de las inversiones.

En vez de endeudarse, se propone en la ley que el Estado deba vender parte de sus activos, representados por acciones de empresas estatales, que podrían ser adquiridos por las SAP para sus respectivos Fondos de Capitalización.

Lo anterior justifica que los fondos se inviertan, además, en instrumentos emitidos por empresas privadas, tanto de deuda, representativos de capital o cualquiera combinación de ambos (por ejemplo, bonos convertibles en acciones y acciones preferentes), donde tanto emisores estatales como privados compitan libremente por el acceso a los fondos.

b. Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de bancos y Títulos garantizados por bancos

Se propone incluirlos por ser instrumentos conocidos en el mercado de valores boliviano y por encontrarse regulados en el Código de Comercio.

Se ha considerado conveniente limitar la inversión solamente a títulos emitidos por bancos, por las siguientes razones principales:

- En la actual Ley de Bancos no existe una definición legal de institución financiera. Si se considera como tales a las instituciones que se encuentran bajo el control de la Superintendencia de Bancos, se tiene:

Bancos (privados, nacionales y extranjeros) y

Entidades no Bancarias: Casas Bancarias; Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo para la Vivienda, Caja Central de Ahorro y Préstamo para la Vivienda y Asociaciones Mutuales de Ahorro y Préstamo; Federación Nacional de Cooperativas de Ahorro y Crédito; Almacenes Generales de Depósito; Fondos ganaderos; Financieras de Desarrollo Regional; y, Fondo Nacional para la Vivienda.

Hay un Proyecto de Ley para modernizar la ley bancaria que debería ser aprobado por el congreso antes de la aprobación de este Proyecto de Ley. En esta ley se definen entidades financieras bancarias y entidades financieras no bancarias, que sean: cooperativas de ahorro y crédito, mutuales de ahorro y

préstamo para vivienda, y entidades financieras no bancarias como ser (a) todos los fondos, incluidas unidades crediticias, de intermediación, inversión, desarrollo, fomento, y otros creados por el Estado, (b) fondos financieros privados, (c) instrumentos privados para desarrollo social u organizaciones no gubernamentales, y (d) cajas de préstamo prendario.

- No es claro que la concepción jurídica de mutuales y cooperativas pudiese comprometer a sus propietarios y los incentive a obtener utilidades. Si este no es el caso, se podría perjudicar la rentabilidad de los Fondos de Capitalización y, por lo tanto, a sus afiliados.
- La mayoría de las instituciones ya señaladas no tiene los depósitos a plazo como mecanismo de financiamiento.
- Ciertas entidades financieras no bancarias estatales dependen de leyes específicas cuyo cambio, por cualquier circunstancia, podría comprometer la solvencia de los Fondos de Capitalización y sus afiliados. En caso de requerirse financiamiento para estos fines, es preferible que el Estado lo capte directamente y que por su intermedio lo destine a estas instituciones. Esta sería, además, una sana política fiscal, que permitiría el control presupuestario y de endeudamiento del sector público.

En todo caso, lo anterior no descarta la posibilidad que algunas de las instituciones comentadas puedan ser financiadas por los Fondos de Capitalización, a través de las demás alternativas que ofrece el Proyecto de Ley, como por ejemplo, Bonos de Empresas Públicas y Privadas.

c. Letras o Cédulas Hipotecarias emitidas por bancos

En el proyecto se señala tanto el término Cédula Hipotecaria como Letra Hipotecaria, porque el primero se ajusta mejor a la legislación boliviana (Art. 682 del Código de Comercio), pero la Ley de Bancos habla de Letra Hipotecaria.

No obstante, se debe hacer un análisis legal de la solidez y facilidades de emisión de la Cédula o Letra Hipotecaria, pues su expansión puede resolver parte importante del problema de escasez de instrumentos de inversión para los Fondos de Capitalización.

Si bien tales instrumentos no se negocian actualmente en el mercado, en un futuro cercano, el mercado de la vivienda podría llegar a representar una de las más importantes fuentes de expansión del crédito y, por consiguiente, de oferta de títulos de deuda. Además estos títulos se encontrarían diversificados entre distintos deudores y estarían respaldados por hipotecas de viviendas que son garantías reales.

El considerar las Letras o Cédulas Hipotecarias emitidas sólo por bancos, obedece a los mismos motivos expuestos en el punto b. anterior.

d. Títulos de deuda de empresas públicas y privadas

Esta alternativa permitiría a las empresas públicas y privadas acceder a recursos de los Fondos de Capitalización.

Se debe destacar que no se propone un tipo de deuda específico tal como bonos, debentures, efectos de comercio u otro, ni una restricción de plazos, con el objeto de no limitar el incipiente desarrollo del mercado boliviano.

e. Acciones de oferta pública de sociedades anónimas

De autorizarse la inversión de los recursos previsionales sólo en instrumentos representativos de deuda de empresas (renta fija), significaría que los emisores de éstos sólo podrían endeudarse para acceder a estos recursos, con lo cual, los fondos estarían asumiendo un alto riesgo por estar en una economía muy endeudada. Se debe tener en cuenta que en tales condiciones también se asume el riesgo del emisor, pues si éste no puede pagar, la empresa quiebra y sólo se podrá recuperar el valor de los activos. Es decir, por esta vía se asume el riesgo del deudor en la forma más costosa, pues cuando los negocios andan bien sólo se obtiene el retorno de la deuda y cuando andan mal, las pérdidas propias de los accionistas.

Por otra parte, los instrumentos representativos de patrimonio en situaciones de crisis pueden disminuir su rentabilidad, producir pérdidas y en casos extremos perderse totalmente, pero no se ven afectados al riesgo de moratorias generales que pueden terminar en condonaciones masivas o cambios en las cláusulas de reajustabilidad con las consiguientes pérdidas para los inversionistas. Por tener riesgos distintos estos instrumentos de los representativos de deuda, se optimiza una cartera al incorporar ambos tipos.

Por las razones expuestas, y pese a que el mercado bursátil boliviano es actualmente muy pequeño, se propone que las normas de inversión incorporen desde un comienzo la autorización para invertir en acciones de sociedades anónimas.

Para cautelar la seguridad de los Fondos, la medida de incorporar acciones de sociedades debe aplicarse con estrictas reglamentaciones, objetivas y medibles. En este sentido, y conforme se analizará en el próximo punto de esta sección, el Proyecto de Ley contempla diversas normas, entre las que se puede señalar:

- Limita la inversión en acciones sólo a aquellas de oferta pública, emitidas por sociedades anónimas abiertas:

Con esta medida se pretende resguardar que tanto las acciones emitidas como la sociedad emisora sean supervisadas por la Comisión Nacional de Valores y se cuente con información adecuada para su evaluación.

En este sentido, complementando las normas del proyecto de Ley, se ha sugerido que para que una sociedad sea considerada como emisora de títulos de oferta pública, la Ley de Valores debiera establecer que tenga 100 accionistas o más, que en su conjunto controlen al menos un 10% de las acciones suscritas. En la actualidad la empresa es de oferta pública sólo si voluntariamente las ofrece al público. Por tanto, se ha recomendado adaptar la actual legislación comercial a los términos señalados.

- Prohibición de invertir en acciones de sociedades anónimas cuando los activos netos¹ de la misma representen menos del setenta por ciento (70%) de los activos totales, salvo que se trate de sociedades bancarias o financieras:

Esta norma tiene por objeto evitar que los recursos de los Fondos se canalicen a empresas cuyos activos posean un valor de mercado muy por debajo de su valor contable y, en consecuencia, el respaldo real de éstos no sea el adecuado. Por otra parte, esta norma tiene por objeto evitar que la inversión de los recursos de los Fondos sea desviada hacia actividades diferentes al giro principal del negocio.

- Prohibición de invertir en acciones de sociedades anónimas en que una persona, directa o indirectamente, concentre un 60% o más de las acciones suscritas².

Su objetivo es evitar la participación en empresas donde exista un accionista muy poderoso, sin contrapesos, que actúe en contra de los accionistas minoritarios, caso en que estarían los Fondos, pues sólo podrían adquirir un pequeño porcentaje de las empresas.

- No obstante lo anterior, sólo podrán realizar inversiones en acciones de sociedades anónimas en las que un accionista tuviese el sesenta por ciento o más de las acciones

¹El proyecto define como activo neto, aquél que resulta al sumar a la totalidad de los activos fijos del balance individual, una parte del resto de los activos. Esta parte se calcula multiplicando cada cuenta de esos activos por un coeficiente igual o inferior a uno, cuyo valor dependerá de la calidad y características de esos activos. Además, el proyecto establece que en reglamento se definirá la metodología para el cálculo de activos netos.

²Es importante aclarar que para efectos de definir persona no se debe utilizar los términos jurídicos sino que económicos. Así varias personas jurídicas pertenecientes a un solo dueño o conglomerado pueden poseer pequeñas cantidades de acciones de una empresa. En esta situación, legalmente no existiría ningún accionista natural o jurídico que posea más del 30% de las acciones, pero económicamente esto no es así. Por lo tanto, se debe investigar la relación entre los distintos accionistas legales y determinar los porcentajes de los accionistas económicos para efectos de calcular la concentración de la propiedad.

suscritas, siempre que aquél o éstas, según sea el caso, vendan o se comprometan a vender un porcentaje tal que su participación resultante sea inferior al sesenta por ciento (60%) de las acciones de la sociedad, para lo cual deberá(n) suscribir el compromiso de desconcentración celebrado según las normas del Proyecto de Ley.

Con esto se permite el adecuado tránsito de una empresa concentrada a una desconcentrada.

- Prohibición de invertir en sociedades que tengan menos del diez por ciento (10%) de sus acciones suscritas en poder de accionistas minoritarios.

Lo anterior tiene por objeto cautelar que exista un mercado secundario, pues mientras más personas económicas distintas tengan propiedad sobre las acciones de una empresa, el mercado puede ser más líquido.

- Prohibición de invertir en acciones de sociedades que tengan menos de (3) tres años de balances auditados por firmas de auditoría independientes durante los últimos tres años, evitando con ello que no se cuente con información suficiente y fidedigna de la situación histórica de la empresa. No es recomendable que los Fondos inviertan directamente en empresas nuevas, para lo cual es importante que tengan al menos una corta experiencia.
- Prohibición de invertir en acciones cuando la empresa tenga pérdidas durante los tres últimos años, por cuanto no existirían antecedentes de que ésta situación se pueda revertir a futuro.
- Adecuación de los estatutos sociales de las sociedades que hayan sido aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo a ciertos términos.

Tales términos apuntan, básicamente, a evitar que con posterioridad a la inversión que realice un determinado Fondo en una sociedad, se tomen acciones sin informar a la totalidad de los inversionistas, principalmente en materias tan delicadas como la política de inversiones y financiamiento de la sociedad. Tales decisiones pueden aportar un elemento de riesgo a la inversión de los Fondos, que no se encontraba presente cuando ésta originalmente se realizó.

- Incorporación del elemento riesgo en la determinación de los límites de un emisor.

Se establece un factor de atributos que representaría un conjunto de factores, que permitan ajustar los límites de inversión en acciones al grado de riesgo que asume el Fondo inversor al pasar a ser accionista minoritario de la sociedad en cuestión.

f. Inversiones en el exterior

Las inversiones en el exterior se justificarían como parte de la estrategia de diversificación del portafolio de inversiones, permitiendo aislar el valor de los Fondos de Capitalización de las contingencias que puedan afectar exclusivamente la economía local.

Por otra parte, se estima conveniente contar con la opción de inversión en el exterior dada la falta de instrumentos financieros existentes actualmente en Bolivia, especialmente a largo plazo, y a la volatilidad que se percibe en el mercado local, lo cual haría más riesgosa la inversión de los Fondos. Permitiría evitar una demanda por instrumentos financieros desmedida para el mercado local, que podría presionar los precios de los pocos instrumentos existentes a un alza desproporcionada y el surgimiento prematuro de un mercado de instrumentos de inversión, sin efectos reales en la economía.

Por último, las inversiones en el exterior podrían constituir una alternativa de instrumentos indexados que otorguen protección contra la inflación local, en caso que el tipo de cambio nominal se mueva con la inflación interna.

2. Límites Máximos de Inversión

Las normas de inversión no establecerían límites mínimos para las inversiones autorizadas, sino sólo proporciones máximas que eviten la concentración en un determinado tipo de instrumentos o de emisor en particular.

a. Límites Máximos por Instrumento

i. **Determinación**

Es indudable que los límites de inversión, para los diferentes instrumentos financieros que se propone autorizar, deben de experimentar numerosas modificaciones en el tiempo, atendiendo a diferentes factores, entre ellos: la concentración alcanzada por los Fondos; el grado de profundidad y eficiencia que haya alcanzado el mercado de valores, a objeto de garantizar una adecuada intermediación de los recursos previsionales; la situación macroeconómica del país; la experiencia que puedan adquirir las SAP para administrar las inversiones de los Fondos de Capitalización.

A objeto de que la determinación de los límites sea un proceso dinámico, se propone designar a una Comisión de Límites de Inversión³, que tendría como objetivo determinar el

³Comisión de Límites de Inversión (Artículo 63 - Creación y Composición de la Comisión de Límites de Inversión)

Integrantes:

valor de determinados parámetros relevantes para el cálculo de los límites máximos, dentro de los rangos que se establecerían en la ley.

ii. **Rango en que podrán definirse los límites máximos de inversión**

No se debe olvidar que la diversificación de las inversiones surge de la necesidad de mantener en el largo plazo un adecuado equilibrio entre rentabilidad y seguridad de los Fondos, compatible con el espíritu de la ley. Por esta razón, se propone definir en la ley un rango de valores en el cual la Comisión de Límites pueda enmarcar sus decisiones.

Los rangos de valores propuestos en el Proyecto de Ley para que la Comisión de Límites pueda definir los límites máximos de inversión por tipo de instrumento, se resume en el siguiente cuadro:

-
- Superintendente de Sociedades de Administración Previsional;
 - Presidente del Banco Central de Bolivia, y
 - Presidente de la Comisión Nacional de Valores

Esta comisión estará presidida por el superintendente de Sociedades de Administración Previsional. Las decisiones de esta comisión deben ser adoptadas por consenso. Funcionará de acuerdo a las normas que establezca el reglamento.

Tipo de Instrumento	Rango de Límites Máximos (como proporción del Fondo de Capitalización)	
	Cota Mínima del Límite Máximo	Cota Máxima del Límite Máximo
(a) Títulos emitidos por el Tesoro General de La Nación o por el Banco Central de Bolivia;	-----	45%
(b) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones o garantizados por bancos. Letras o cédulas hipotecarias emitidas por bancos;	40%	-----
(c) Títulos de deuda de empresas públicas y privadas;	40%	60%
(d) Acciones de oferta pública de sociedades anónimas;	20%	40%
(e) Títulos de emisores extranjeros a que se refiere número 7 de art. 62 del Proyecto de Ley.	10%	30%

Se puede apreciar que la suma de los porcentajes mínimos de inversión contemplados en el Proyecto de Ley, supera el 100% del valor del Fondo de Capitalización, por lo cual sería responsabilidad de cada SAP el determinar la diversificación de las inversiones del Fondo a su cargo.

(a) Instrumentos estatales:

Se ha estimado conveniente que los Fondos de Capitalización no concentren más de la mitad de sus recursos en este tipo de instrumentos, a fin de evitar que el pago futuro de pensiones se encuentre condicionada al pago de la deuda por parte del Estado. Se inventa evitar que por esta vía se estaticé el sistema.

No se ha fijado una cota mínima para este rango a fin de que sean las propias SAPs quienes decidan cuánto invertir en este tipo de instrumentos.

Por otra parte, ello obedece a que no corresponde que sea el propio legislador quien se asigne en la Ley una cota mínima para el límite máximo, condicionando la decisión de la Comisión de Límites, y favoreciendo su posición respecto de otro tipo de instrumentos.

Dentro de estos criterios, alguna cifra entre 40% y 45% es razonable, estimándose que esta última es la más adecuada.

(b) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones o garantizados por bancos. Letras o cédulas hipotecarias emitidas por bancos.

El proyecto contempla no incluir una cota máxima al rango de posibles límites máximos que pueda determinar la Comisión de Límites, siendo ésta la encargada de definir el límite según sus propias consideraciones, siempre que tales valores sean a lo menos iguales o superiores al 40% del Valor del Fondo.

Se estimó que no era necesario establecer un máximo para este tipo de instrumentos, dado que al ser de renta fija y por tratarse de instrumentos emitidos por bancos, corresponde a una cartera diversificada de créditos que se entiende ya tienen cierta diversificación por riesgo.

Por otra parte, se establecen estos mínimos con el objeto de que alguna autoridad pueda incentivar a futuro otros tipos de instrumentos poco convenientes para los Fondos. Además, se considera que un 40% es un límite aceptable de intermediación en la canalización del crédito.

(c) Deuda de empresas públicas y privadas:

Se propone que el límite máximo que pueda definir la Comisión fluctúe entre un 40% y 60% del Valor del Fondo, a objeto de que no exista un criterio demasiado diferente al utilizado para el caso de los bancos. El límite de 60% se considera adecuado a fin de no exponer en exceso a los Fondos en inversiones que representan deuda directa de empresas.

(d) Acciones de sociedades anónimas abiertas:

Conscientes de que el mercado de valores boliviano se desarrollará paulatinamente, se ha estimado pertinente que los Fondos de Capitalización puedan darle un impulso importante, en la medida que con ello no se vea comprometido su nivel aceptable de riesgo. Asimismo, sería interesante que pudieran participar en el proceso de privatización de empresas como inversionistas institucionales.

Dado que los fondos en un comienzo contarán con pocos recursos, se si autoriza que puedan invertir un porcentaje demasiado bajo en acciones, difícilmente podrán contribuir a los cometidos antes señalados. Por eso se estima que para comenzar, no se debiera restringir a menos de un 20% del valor del Fondo las inversiones en acciones de sociedades anónimas que cumplan con los requisitos de la Ley.

(e) Instrumentos financieros de emisores extranjeros:

El 10% como porcentaje mínimo para el límite máximo responde a razones de significancia del monto a invertir. Restringir más las posibilidades de inversión no permitiría que éstos cumplieran con su objetivo en la cartera de inversiones.

Por otra parte, un 30% parece razonable como holgura superior, fundamentalmente para canalizar el grueso del ahorro del sistema de pensiones al desarrollo interno de la economía, del orden de 2/3 quedan en la economía. Además, un porcentaje superior puede afectar en exceso los equilibrios de cuentas externas.

b. Límites Máximos por Emisor

Como se expondrá a continuación, los límites por emisor dependerían del tamaño del Fondo inversionista, del patrimonio del emisor, de los múltiplos que defina la Comisión de Límites de Inversión y de la clasificación de riesgo del instrumento respectivo. Los niveles de inversión permitidos decrecerían a medida que aumente el riesgo del instrumento.

i. **Límites por emisor según instrumento**

Se proponen los siguientes porcentajes del Fondo de Capitalización, como límites máximos para las inversiones que se mantengan en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor:

- 10% Total de inversiones en títulos de deuda emitidos o garantizados por un sólo banco.
- 7% Total de inversiones en títulos de deuda emitidos por una empresa.
- 5% Total de inversiones en acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad anónima abierta de carácter no financiero.
- 2.5% Total de inversiones en acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad anónima abierta de carácter financiero.
- 7% Total de inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad (excluidas las sociedades financieras).
- 2% Total de inversiones en instrumentos emitidos en el extranjero por un mismo emisor privado.
- 4% Total de inversiones en instrumentos emitidos en el extranjero por el Estado.

En el caso de la inversión de recursos de un Fondo en instrumentos de deuda emitidos por una misma empresa, para no dar origen a una excesiva exposición al riesgo de dicha sociedad por parte del Fondo, sin tener derecho a participar en sus decisiones más importantes, se propone incluir un elemento adicional que limitaría las inversiones con recursos del Fondo en este tipo de instrumentos. De esta forma, las inversiones podrían estar restringidas a un porcentaje de los activos netos de la empresa emisora, planteándose un 20%.

Para fines del Proyecto de Ley propuesto, activo neto es aquel que resulta al sumar a la totalidad de los activos fijos del balance individual, una parte del resto de los activos. Esta parte se calcula multiplicando cada cuenta de esos activos por un coeficiente igual o inferior a uno, cuyo valor dependería de la calidad y características de esos activos. El reglamento de esta Ley definiría la metodología para el cálculo de activos netos.

Sin perjuicio de lo anterior, en la determinación de los límites por emisor, junto con considerar la proporción del Fondo inversionista, se debería tener presente el riesgo de los emisores. En función de éste se propone reducir los márgenes de inversión máxima permitida para los instrumentos de emisores que se consideren de mayor riesgo.

Así, se propone que los límites máximos antes señalados se ponderen por un factor representativo del riesgo de las inversiones. En el caso de los instrumentos representativos de deuda, dicho factor resultaría de un proceso de clasificación de riesgo que se analiza con mayor detalle en el punto iii. de esta sección.

En el caso de las acciones ordinarias o preferidas de una sociedad, se propone aplicar a los límites máximos un factor de atributos de la sociedad.

Este factor de atributos representaría un conjunto de factores que permitan estimar el grado de riesgo que asume el Fondo inversor al pasar a ser accionista minoritario de la sociedad en cuestión.

El factor de atributos podrá tomar valores entre 0 y 1 y se determinaría en base a la evaluación de los siguientes aspectos:

- Concentración de propiedad de la sociedad emisora⁴;
- Características de políticas de inversión y financiamiento, aprobada por la junta de accionistas;
- Proporción de activos netos en activos totales, y
- Volatilidad de la industria y de las acciones de la empresa dentro de la industria.

La Comisión Clasificadora de Riesgo dictará mediante reglamento la metodología para el cálculo de este factor.

⁴En el caso de las sociedades anónimas mixtas, el factor de atributos se determinará sólo en base a la concentración permitida a los accionistas distintos del Estado, o de los accionistas que hubieran suscrito un compromiso de desconcentración.

ii. **Facultades especiales de la Comisión de Límites de Inversión**

A objeto de considerar la situación generalizada de riesgo en que se encuentre el sistema financiero del país en un momento dado, especialmente la banca, y ello no pueda ser capturado a través de la clasificación de riesgo, se propone otorgar facultades a la Comisión de Límites para que pueda fijar valores a un múltiplo único que permita incorporar, al cálculo de los límites de cada banco, la situación de riesgo sistémico por la que atraviesa el país.

De esta forma, se plantea que la suma de las inversiones en títulos de deuda emitidos o garantizados por un sólo banco no debiera exceder del menor valor entre el producto de dicho múltiplo único y el patrimonio de ese banco, y el 10% del valor del Fondo inversionista. Dicho múltiplo no debiera ser inferior a 0.3 ni superior a 0.8.

Estos valores se han determinado en función del nivel de endeudamiento del sector bancario con los Fondos de Capitalización, que se considera conveniente. Es así que en el supuesto que existan, por ejemplo, 5 Fondos, el sistema financiero se podrá endeudar con éstos, hasta un máximo de 4 veces su patrimonio (0.8 por 5 fondos).

Por otra parte, a objeto a otorgar flexibilidad a la determinación de los límites por emisor, y considerando la conveniencia de hacerlo, se propone que esta Comisión cuente con facultades especiales para aumentar el límite máximo de inversión en acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad (excluidas las financieras) y, consiguientemente, el límite máximo para la suma de las inversiones en título de deuda y acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad (excluidas las sociedades financieras).

Se propone, asimismo, que en la Ley se establezcan los porcentajes máximos hasta los que se pueden ampliar dichos límites y la prohibición a dicha Comisión para revertir posteriormente su decisión, por los problemas de excesos de inversión que pudiera generar a los Fondos.

Por último, se propone que la Comisión de Límites pueda establecer, mediante normas de carácter general, proporciones y múltiplos superiores a los que fije de acuerdo a las normas establecidas en la Ley, para los primeros seis meses de operación de un Fondo de Capitalización.

Esta medida tiene por objeto solucionar un problema que sería habitual en los Fondos cuando comienzan a operar. En los primeros meses, cuando la restricción relevante para la determinación de los límites máximos de inversión sea el tamaño del Fondo, puede ser poco aconsejable o impracticable no sobrepasar los límites, dada la oferta de títulos del mercado.

iii. Clasificación de Riesgo

Como se ha señalado en el punto i. de esta sección, en la determinación de los límites por emisor se debe tener presente el riesgo de los instrumentos, para lo cual se debería contemplar un mecanismo de clasificación de riesgo.

La clasificación de riesgo no pretendería predecir eventos futuros, sino evaluar, con la mayor cantidad de información existente en ese momento, los resguardos del emisor tendientes a asegurar el pago de lo comprometido. En este sentido, esta clasificación no tendría por objeto indicar a las SAPs cuánto invertir en instrumentos, por el contrario, mantiene en la SAP la decisión de inversión y la responsabilidad que éstas tendrían en el manejo de los recursos de los trabajadores.

El Proyecto de Ley plantea los criterios más generales de clasificación y señala que el procedimiento mismo sería determinado por un reglamento especial, asegurando así que la metodología sea conocida.

La clasificación de riesgo sólo se limitaría a instrumentos de renta fija, en que se basaría en los siguientes elementos:

- probabilidad de no pago del capital e intereses pactados,
- características del instrumento,
- solvencia del emisor, y
- liquidez en el mercado.

Con los resultados de la evaluación se clasificaría al instrumento respectivo en alguna de las siguientes cinco categorías de riesgo: A, B, C, D y E. La Categoría A es la de más bajo riesgo, el que aumenta progresivamente hasta la Categoría D, que es la de más alto riesgo. En la Categoría E, están los instrumentos sin información disponible para clasificar.

La Clasificación en alguna de las Categorías señaladas, sería indicativa de riesgo y se considerará sólo para determinar la diversificación de las inversiones que se realicen con los recursos de los Fondos de Capitalización. Su efecto es reducir los márgenes de inversión máxima permitida en instrumentos de emisores que se consideren de mayor riesgo, en proporción a un factor de riesgo asociado a cada categoría, y que son:

Categoría A, factor 1,0.

Categoría B, factor 0,8.

Categoría C, factor 0,4.

Categoría D, factor 0,0.

Categoría E, factor 0,0.

iv. Comisión Clasificadora de Riesgo

Con el objeto de asegurar la calidad de la clasificación, el proyecto propuesto establece una mecánica en la cual participan varias personas representando varias entidades, partiendo por las propias SAP. Las SAPs prepararían un primer proyecto de clasificación que será evaluado por la Superintendencia de SAP. La evaluación resultante de las SAP y de la Superintendencia sería informada al emisor, quien podría retirar los instrumentos, si ésta no fuese de su satisfacción, o bien, podría aportar nuevos antecedentes. Todo ello sería entregado a una Comisión de alto nivel, que se designaría como Comisión Clasificadora de Riesgo, para que resolviera sobre la clasificación definitiva.

En el Proyecto de Ley se propone que dicha Comisión Clasificadora de Riesgos esté integrada por 7 miembros: 3 representantes de las autoridades (los Superintendentes de SAP y de Bancos y Entidades Financieras y el Presidente de la Comisión Nacional de Valores) y 4 representantes de las SAP.

Serían funciones de la Comisión Clasificadora de Riesgos las siguientes:

- Aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de aquellos instrumentos que pueden ser adquiridos por los Fondos de Capitalización, representativos de deuda de sociedades financieras y no financieras, en alguna de las categorías de riesgo que contempla la ley. La preparación de dichos proyectos serán responsabilidad de las Administradoras, las que podrían contratar empresas especializadas en la materia.
- Establecer las características de las categorías de riesgo que contempla el Proyecto de Ley y los procedimientos de clasificación de riesgo de los instrumentos financieros que puedan ser adquiridos con los recursos de los Fondo de Capitalización. También le corresponderá aprobar o rechazar las modificaciones que en esta materia propusieren las Administradoras o alguno de sus miembros.
- Establecer las equivalencias entre las clasificaciones de los títulos emitidos en el extranjero, autorizados para ser adquiridos por los Fondos, realizadas por organismos extranjeros y las categorías de riesgo definidas en la Ley. También deberá aprobar, modificar o rechazar las clasificaciones practicadas por organismos extranjeros. Todo esto, sin perjuicio de que podrá establecer factores adicionales adversos que pudieran modificar la clasificación final de estos instrumentos.
- Dictar el reglamento acerca de la metodología de cálculo del factor de atributos, a que se refiere el número 8 del artículo 65 del Proyecto de Ley; aprobar, modificar o rechazar el cálculo del factor de atributos para aquellas sociedades en que pueden

invertir los Fondos de Capitalización, en los términos a que se refiere el artículo 64; y, publicar mensualmente los resultados respectivos.

La Comisión Clasificadora de Riesgos, mediante resolución podría autorizar el funcionamiento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, en cuyo caso sus funciones serán llevadas a cabo por dichas empresas, quienes presentarán los proyectos de clasificación de riesgo de cada instrumento a la Comisión Clasificadora de Riesgos para que esta apruebe o rechace el proyecto.

Los mecanismos de clasificación y la información con que se clasifique debieran ser públicos, de modo de resguardar que ella sea hecha con criterios técnicos. Además, el proyecto dispone que también las actas de la Comisión lo sean, debiendo registrarse en ellas las razones y antecedentes que se tuvieron en cuenta para adoptar una determinación.

Las resoluciones que dicte la Comisión Clasificadora serían consideradas obligatoriamente para efectos de la diversificación de inversiones de los Fondos de Capitalización.

c. Rol de la Superintendencia en materia de control de límites

Como la señala la propia Ley, entre las funciones de la Superintendencia está el fiscalizar la inversión de los recursos de los Fondos de Capitalización y que se respeten los márgenes de inversión y la diversificación exigida. La autoridad debe tener en cuenta que de ella depende que se de cumplimiento a la diversificación.

Esta diversificación exigida por la ley se debiera controlar diariamente mediante el siguiente sistema:

- Diariamente, comenzando desde el primer día de funcionamiento al público, las SAP deberán enviar a la Superintendencia un reporte con la información detallada respecto de las transacciones de instrumentos realizadas el día anterior.

Respecto de las transacciones se informa el tipo de movimiento (compras, ventas, rescates, sorteos, dividendos cobrados), características de instrumento, unidades, precio al que se realizó la transacción y monto total de transacción. Luego de incorporar dicha transacción y considerando los valores de mercado empleados para valorar los instrumentos mantenidos en cartera al día anterior, la SAP informa el valor de la cartera de inversiones al final de ese día.

Este Informe Diario se procesa y revisa computacionalmente con el propósito de confirmar su consistencia. Los informes que arroja la conciliación de la Superintendencia, son confrontados con los informados por la SAP, revisados y controlados diariamente por un equipo de analistas financieros especializados.

- Por otra parte, se controla computacionalmente que los precios a los cuales transan las SAP sean realizados de acuerdo a las condiciones normales que rigen en el mercado. Diariamente se dejan fuera, para efectos de valoración, aquellos precios que no correspondan, con el propósito de evitar posibles manipulaciones artificiales de precio.
- Con tales antecedentes, conocimiento del precio de mercado de los instrumentos para valorizar las inversiones y los movimientos informados por la SAP, la superintendencia va construyendo la cartera de inversiones del Fondo, en forma paralela a la Administradora, y lo contrasta con el valor que esta informa.

Así es posible saber con exactitud si la SAP está o no cumpliendo con la diversificación y aplicar las sanciones que correspondan en caso contrario.

B. Evitar conflictos de interés e incentivos perversos

A fin de salvaguardar el cumplimiento del Artículo 61 (Inversiones) del Proyecto de Ley, cual es que las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo de Capitalización deban tener como único objetivo la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad, se propone incluir en dicha Ley una serie de normas que limiten, prohíban y sancionen diferentes prácticas que atenten contra él.

A continuación se presentan las nueve principales disposiciones que se proponen en el Proyecto de Ley para lograr este fin:

1. Prohibiciones relativas a transacciones

Las SAP no podrían transar inversiones del Fondo de Capitalización que administran a precios perjudiciales para éste. En caso contrario, el sistema de pensiones propuesto sería muy oneroso para los afiliados.

La Administradora no podría vender al Fondo de Capitalización títulos que tuviese en cartera propia, ni podría comprar al Fondo de Capitalización títulos que este tenga en su cartera.

2. Prohibiciones relativas al uso de información reservada o privilegiada

Los directores de una SAP, sus gerentes y administradores deberían guardar estricta reserva respecto de toda información que posean acerca de las inversiones con recursos del Fondo respectivo, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado y que, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores de esas inversiones. Esta obligación afectaría también a cualquier persona que, en razón de su posición o cargo, tenga acceso a dicha información.

Los directores de una SAP, sus gerentes y administradores, así como cualquier persona que en razón de su posición o cargo pudiese tener acceso a la información referida en el punto anterior, tendría prohibición de valerse directa o indirectamente de ella con el objeto de obtener ventajas para sí o para otros, distintos del Fondo de Capitalización respectivo.

3. Prohibiciones relativas a las inversiones comunes entre SAP y el Fondo de Capitalización que administra

Las Sociedades Administradoras no podrían poseer acciones de aquellas susceptibles de ser adquiridas con recursos de los Fondos.

En caso de tenerlas debería enajenarlas dentro del plazo de 6 meses contado desde la fecha de publicación del Acuerdo de la Comisión Clasificadora de Riesgo que las apruebe.

Esta prohibición no afectaría a las inversiones en acciones que las SAP efectúen con recursos propios destinados a la Garantía de Rentabilidad⁵.

Mientras las Administradoras posean acciones de una determinada sociedad, no podrían adquirir, con recursos del Fondo de Capitalización, títulos de esa misma sociedad, a menos que las acciones de la SAP constituyan parte de la Garantía de Rentabilidad.

4. Prohibición o limitación a inversiones en sociedades anónimas relacionadas con la SAP

La SAP no podría invertir recursos del Fondo de Capitalización a su cargo, en acciones de una sociedad accionista en más del 1% del total de acciones suscritas de dicha Administradora.

Los límites de inversión en empresas o sociedades anónimas, para un determinado Fondo de Capitalización, se rebajarían a la mitad en el caso de tratarse de sociedades accionistas en más de un 1% del total de acciones suscritas de la SAP o de entidades relacionadas directa o indirectamente con los accionistas, directores o ejecutivos de la SAP de ese Fondo de Capitalización.

⁵La Garantía de Rentabilidad que deben mantener las Administradoras con carácter obligatorio, debe ser equivalente a 0,75% del Fondo de Capitalización. En caso de que la rentabilidad real de los últimos doce meses de un Fondo de Capitalización fuese, en un determinado mes, inferior a la rentabilidad mínima señalada en esta Ley y no pudiera ser cubierta con la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, la Administradora deberá cubrirla con recursos de la Garantía de Rentabilidad.

Cuando dos o más Fondos de Capitalización sean administrados por sociedades relacionadas entre sí, se debería entender que estos límites rigen para la suma de las inversiones de todos los Fondos de Capitalización administrados por las sociedades relacionadas.

Son personas o entidades relacionadas, aquellas calificadas como tales en la Ley de Valores. En caso de que no contempla una definición clara al respecto, se debiera incorporar una definición en esta Ley, basado en la implicancia que ello tiene para la seguridad de los Fondos.

5. Límites a la concentración excesiva en un determinado emisor

El establecimiento de límites por emisor según instrumento obedece a la necesidad de disminuir el grado de concentración en un sólo emisor y en determinados tipos de financiamiento, que pudieran estar indicando que la SAP o algún empleado de ella están canalizando recursos del Fondo a un emisor en particular, sin mediar razones de seguridad o rentabilidad que avalen esta conducta.

La inversión en títulos de deuda de una misma serie no podría exceder del 30% de ella.

Las inversiones del Fondo en acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad anónima abierta no podrían exceder los siguientes límites:

7% del total de las acciones suscritas cuando se trate de una sociedad no financiera.

2.5% del total de la acciones suscritas cuando se trate de una sociedad financiera.

Cuando se trate de acciones de nueva emisión de sociedades anónimas abiertas, el límite de inversión con recursos de un Fondo de Capitalización sería igual a los siguientes porcentajes:

Sociedades no financieras: 7% del monto a suscribir.

Sociedades financieras: 2.5% del monto a suscribir.

Se propone, además, que en la medida que hubiese acciones suscritas, al menos el 50% debe encontrarse pagado.

Esta medida tiene por objeto evitar la posibilidad de que accionistas que no hubiesen pagado ejercieran su derecho a voto en determinadas materias que afectasen a los Fondos.

Este último requisito no se aplicaría si el derecho a suscribir acciones de pago de una nueva emisión naciera de la calidad de accionista que tenga el Fondo de Capitalización.

La suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad (excluidas las sociedades financieras), no podría representar más del 20% de los Activos Netos del emisor.

6. Límites a inversiones relacionadas

La suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas de empresas de un mismo grupo empresarial no podría exceder del 15% del Fondo de Capitalización.

El Reglamento establecería la definición de grupo empresarial y sería responsabilidad de la Comisión Nacional de Valores entregar mensualmente la información sobre las empresas emisoras de valores que constituyan grupo empresarial para efectos de esta Ley.

La suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas, de una misma sociedad y sus filiales, no podría representar más del 10% del Fondo de Capitalización.

7. Prohibición de invertir en sociedades de propiedad concentrada

Es prohibido invertir en sociedades de propiedad concentrada cuando una persona, directa o indirectamente, concentre más de un 60% de las acciones pagadas, tampoco cuando tenga menos del diez por ciento (10%) de sus acciones suscritas en poder de accionistas minoritarios.

No obstante lo anterior, se contempla la posibilidad de realizar inversiones en acciones de sociedades anónimas en las que el Estado (directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales) u otro accionista, tuviese el 60% por ciento o más de las acciones suscritas, siempre que aquél o éstas, según sea el caso, vendan o se comprometan a vender un porcentaje tal que su participación resultante sea inferior al 60% de las acciones de la sociedad, para lo cual deberá o deberán suscribir el compromiso de desconcentración celebrado según las normas del Proyecto de Ley.

El compromiso de desconcentración es la instancia que permitiría un tránsito gradual desde sociedad concentrada a desconcentrada.

En el Proyecto de Ley se incluye un título en relación a esta materia, que establece las bases para la elaboración del reglamento.

8. Normas relativas a resguardar los intereses de los Fondos de Capitalización como accionistas minoritarios de las sociedades anónimas en que inviertan

Es conveniente establecer la adecuación de los estatutos sociales de las sociedades que hayan sido aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo a ciertos términos. Tales términos apuntan, básicamente, a evitar que con posterioridad a la inversión que realice un determinado Fondo en una sociedad, se tomen acciones sin informar a la totalidad de los inversionistas, principalmente en materias tan delicadas como la política de inversiones y financiamiento de la sociedad. Tales decisiones pueden aportar un elemento de riesgo a la inversión de los Fondos, que no se encontraba presente cuando ésta originalmente se realizó.

Asimismo, se contempla establecer requisitos de información que permitan determinar el porcentaje efectivo de concentración patrimonial de una sociedad, por cuanto se puede estar en presencia de accionistas relacionados entre sí.

Incluso, se propone regular la posibilidad de que los Fondos puedan retirarse de una sociedad sin incurrir en pérdidas, cuando concurren determinadas circunstancias que puedan comprometer en alguna forma la rentabilidad y seguridad de los recursos previsionales.

9. Otras sociedades anónimas en cuyas acciones no podrían invertir los Fondos de Capitalización

Los Fondos de Capitalización no podrían invertir en otras sociedades anónimas bajo las siguientes condiciones:

- cuando los activos netos de la sociedad representen menos del sesenta por ciento (60%) de los activos totales, salvo que se trate de entidades financieras;
- cuando la empresa tenga menos de (3) tres años de balances auditados por firmas de auditoría independientes, o cuando no tuviera balances auditados por firmas de auditoría independientes, durante los últimos tres (3) años; y
- cuando la empresa tenga pérdidas durante los tres (3) últimos años.

C. Transparencia de las transacciones y Valorización a precios de mercado

Para cumplir con este principio, concretamente se proponen las siguientes regulaciones:

- En primer término, el objetivo de la transparencia en el manejo de los fondos por parte de las SAP se busca limitando las posibilidades de inversión sólo a instrumentos de oferta pública, definidos como tal en la Ley de Valores.

- Se propone especificar que todas las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de un Fondo de Capitalización debieran hacerse en un mercado formal, donde las transacciones se realicen a precios públicamente conocidos, evitando el manejo de los fondos en favor de terceros.

Se propone que sea la Comisión Nacional de Valores la instancia que determine, mediante resolución, cuales se considerarán mercados secundarios y primarios formales para efectos de la aplicación de la Ley.

Por mercado secundario formal, se debiera entender aquél en que vendedores y compradores participan simultánea y públicamente en la determinación de los precios transados. Por otra parte, se debiera entender como mercado primario formal, aquél en que compradores y emisores participan en la determinación de los precios de los instrumentos ofrecidos por primera vez al público, empleando procedimientos que tiendan a garantizar la transparencia de las transacciones y la participación de los inversionistas institucionales. El Reglamento establecerá la forma en que se realizará este tipo de transacciones.

- Se prohibiría a las Administradoras trazar instrumentos financieros con recursos de los Fondos de Capitalización a precios perjudiciales para éstos, considerando los precios existentes en los mercados formales al momento de efectuarse la transacción.

En caso de infracción, la diferencia que se produzca debería ser reintegrada al Fondo de Capitalización por la correspondiente Administradora, pudiendo ésta reclamar de la sanción conforme a los procedimientos que establezca la Ley y su Reglamento.

- Sin perjuicio de las normas que se señalan, para alcanzar con eficiencia el objetivo definido inicialmente, es necesario contar con un mercado de capitales competitivo, para lo cual se debe promover la libre competencia, evitando barreras a la entrada de intermediarios, como también que en el mercado participe la mayor cantidad de oferentes y demandantes de instrumentos financieros.

En cuanto a la valorización de las inversiones de los Fondos de Capitalización, ésta debe permitir reflejar en la forma más fiel posible el patrimonio de sus dueños. Para esto se propone la valorización diaria de las inversiones a precios de mercado, porque cuanto presenta importantes ventajas respecto de otras alternativas, entre las que destacan las siguientes: refleja en mejor forma el verdadero valor de los fondos, lo cual es importante para efectos de los traspasos de cuentas de capitalización y el pago de beneficios, como asimismo, porque permite evaluar adecuadamente la rentabilidad de los Fondos, con los consiguientes efectos en las decisiones que puedan adoptar los afiliados; el empleo de los precios de mercado para valorizar evita la discrecionalidad para fijar precios; constituye un incentivo a la eficiencia en la toma de decisiones financieras; y, captura el cambio de riesgo de los instrumentos financieros.

D. Seguridad de los activos representativos de las inversiones

Las normas de inversión contenidas en el proyecto de reforma, proponen que a lo menos el 90% de los títulos representativos de las inversiones de cada Fondo debieran hacer uso de un mecanismo de custodia centralizado, que en una primera instancia proporcionaría el Banco Central de Bolivia.

Esta manera de centralizar la custodia, junto con el resguardo físico de los títulos, proporcionaría a la autoridad un mecanismo para validar la información que las SAP emiten diariamente respecto del valor de la cartera de inversiones del Fondo que administran. Esto permitiría adoptar oportunamente las acciones tendientes a solucionar las eventuales diferencias que se presenten o para aclarar las situaciones que merezcan dudas a la autoridad.

Si bien en una primera etapa el mecanismo de custodia se orientaría exclusivamente a los propósitos señalados, a futuro esta manera de custodia centralizada debiera permitir efectuar la compensación tanto física como financiera de sus transacciones, lo que se traduciría en mayor seguridad para las inversiones de los Fondos.

IV. CONCLUSIÓN

Las normas de inversión planteadas en el Proyecto de Ley de reforma, han sido pensadas para dar las flexibilidades suficientes que permitan el funcionamiento del sistema previsional en un mercado de valores incipiente y, a la vez que sea el propio desarrollo del sistema previsional el que estimule el desenvolvimiento natural de dicho mercado, evitando el desarrollo artificial de determinados instrumentos.

Los principios fundamentales que regulan las inversiones que pueden hacer las Sociedades de Administración Previsional con los recursos de los afiliados al sistema propuesto de capitalización individual son sumamente importantes en el cumplir del anterior. Estos principios son:

- inversión en instrumentos financieros y no en otros bienes
- diversificación de inversiones
- evitar conflictos de interés e incentivos perversos
- transparencia de las transacciones y valorización a precios de mercado
- seguridad de los activos representativos de las inversiones.

Se explican las políticas específicas que se proponen en el Proyecto de Ley para cumplir con los principios y se presentan la parte del Proyecto de Ley que lleva al cabo estos principios.

Esta política sirve para aumentar la seguridad y estabilidad del sistema de capitalización individual y por lo tanto al trabajador afiliado al sistema, a cuyo beneficio está dedicado el sistema propuesto.

El Proyecto de Ley se trata de instrumentos financieros que no son muy desarrollados en este momento en el presente mercado de valores boliviano. Se hace esto en anticipación al fuerte incentivo al mercado financiero impulsado por la reforma del sistema de pensiones que dirige los fondos de capitalización a inversiones en instrumentos financieros. Se incluyen instrumentos financieros no muy desarrollados hasta la fecha en el Proyecto de Ley porque la ley existe un perpetuidad, y tiene que anticipar todas las posibilidades que pueden surgir en el futuro. Los reglamentos relacionarán la ley con la actualidad. En el anexo está aquella parte de la ley que contiene las políticas de inversiones.

TITULO IV

DE LAS INVERSIONES DEL FONDO DE CAPITALIZACION

ARTICULO 61.- (INVERSIONES)

Las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo de Capitalización deberán tener como único objetivo la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda con tales inversiones se considerará contrario a esta Ley.

Las Administradoras deberán realizar todas las gestiones que sean necesarias y con la diligencia que emplean ordinariamente en sus propios negocios, para precautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad del Fondo de Capitalización. Esto incluye el velar por el cumplimiento de las obligaciones de los directores de sociedades emisoras de títulos en que el Fondo de Capitalización tenga inversiones, y de los representantes de los tenedores de bonos. Las Administradoras responderán por los perjuicios que el no cumplimiento de ello cause al Fondo de Capitalización bajo su administración.

La función de administración de las inversiones del Fondo de Capitalización deberá ser realizada en forma separada e independiente de cualquier otra función de administración de inversiones con excepción de los recursos propios de la Administradora.

Los auditores externos de las Administradoras deberán pronunciarse por lo menos una vez al año respecto al cumplimiento de las disposiciones de este artículo y en general sobre la existencia y calidad de los procedimientos internos adoptados por las Administradoras para asegurar que en la administración del Fondo de Capitalización no se ha tenido otro objetivo distinto al de la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad para el mismo.

ARTICULO 62.- (INSTRUMENTOS AUTORIZADOS)

Los recursos del Fondo de Capitalización sólo podrán ser invertidos en:

- 1.- Títulos emitidos por el Tesoro General de la Nación o por el Banco Central de Bolivia;
- 2.- Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de bancos;
- 3.- Títulos garantizados por bancos;

- 4.- Letras o cédulas hipotecarias emitidas por bancos;
- 5.- Títulos de deuda de empresas públicas y privadas;
- 6.- Acciones de oferta pública de sociedades anónimas;
- 7.- Títulos de crédito, títulos de deuda y títulos valores emitidos o garantizados por estados extranjeros soberanos, bancos centrales, o sus equivalentes, empresas y entidades bancarias extranjeras o internacionales aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgos, que se transen diariamente en los principales mercados formales internacionales y que cumplan con las características que señale el Reglamento. La Comisión Nacional de Valores, señalará anualmente cuales son los principales mercados formales internacionales para efectos de estas inversiones.

ARTICULO 63 .- (CREACION Y COMPOSICION DE LA COMISION DE LIMITES DE INVERSION)

Créase la Comisión de Límites de Inversión, integrada por:

- El superintendente de Sociedades de Administración Previsional;
- El presidente del Banco Central de Bolivia, y
- El presidente de la Comisión Nacional de Valores

Esta comisión estará presidida por el superintendente de Sociedades de Administración Previsional. Las decisiones de esta comisión deben ser adoptadas por consenso. Funcionará de acuerdo a las normas que establezca el Reglamento.

ARTICULO 64.- (LIMITES DE LA INVERSION)

Corresponderá a la Comisión de Límites de Inversión, determinar la diversificación de las inversiones entre los distintos tipos genéricos de ellas. No obstante, esta comisión no podrá establecer límites mínimos para las inversiones antes señaladas. Sólo podrá fijar límites máximos de inversión, los cuales no podrán ser inferiores a:

Cuarenta por ciento (40%) para la suma de las inversiones en depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones o garantizados por bancos;

Cuarenta por ciento (40%) en letras o cédulas hipotecarias emitidas por bancos;

Cuarenta por ciento (40%) para inversiones en títulos de deuda de empresas públicas y privadas;

Veinte por ciento (20%) para inversiones en acciones de oferta pública de sociedades anónimas y;

Y diez por ciento (10%) para inversiones en el extranjero.

Asimismo, la suma de las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo de Capitalización en títulos emitidos por el Tesoro General de la Nación o por el Banco Central de Bolivia, no podrá exceder del cuarenta y cinco por ciento (45%) del valor total del Fondo de Capitalización inversionista.

Las inversiones en los instrumentos indicados en el número (6) del artículo 62 de esta Ley, no podrá exceder el cuarenta por ciento (40 %) del valor total del Fondo de Capitalización Inversionista. La inversión en los instrumentos del número (5) del artículo 62 de esta Ley, no podrá exceder del sesenta por ciento (60 %), y la inversión en los instrumentos del número (7) del artículo 62 de esta Ley, no podrá exceder al treinta por ciento (30 %) del valor total del Fondo de Capitalización inversionista. Los recursos de los Fondos de Capitalización no podrán ser invertidos en acciones de Sociedades de Administración Previsional, de compañías de seguros, en sociedades administradoras de fondos mutuos ni en entidades sin fines de lucro.

Tampoco podrán ser invertidos en acciones emitidas por sociedades anónimas del número (6) del artículo 62 de esta Ley, en los siguientes casos:

- 1.- Cuando los activos netos de la sociedad representen menos del setenta por ciento (70%) de los activos totales, salvo que se trate de sociedades bancarias o financieras.
- 2.- Cuando una persona, directa o indirectamente, concentre un sesenta por ciento (60%) o más de las acciones suscritas.
- 3.- Cuando tenga menos del diez por ciento (10%) de sus acciones suscritas en poder de accionistas minoritarios.
- 4.- Cuando la empresa tenga menos de (3) tres años de balances auditados por firmas de auditoría independientes durante los últimos tres años.
- 5.- Cuando la empresa tenga pérdidas durante los tres (3) últimos años.

No obstante lo anterior, se podrán realizar inversiones en acciones de sociedades anónimas en las que el Estado, directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales; u otro accionista, tuviese el sesenta por ciento (60 %) o más de las acciones suscritas, siempre que aquél o éstas, según sea el caso, vendan o se comprometan a vender un porcentaje tal que su participación resultante sea inferior al sesenta por ciento (60 %) de las acciones de la sociedad para lo cual deberá (n) suscribir el compromiso de desconcentración celebrado según las normas de esta Ley.

Las administradoras no podrán ser propietarias de acciones que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos de Capitalización; si las tuvieran, deberán enajenarlas en un plazo máximo de seis meses, computable desde la fecha de publicación de la resolución por la cual la Comisión Clasificadora de Riesgos las hubiere aprobado. Se exceptúan de esta prohibición las inversiones que realizan las Administradoras para constituir la Garantía de Rentabilidad.

En tanto no se hayan transferido dichas acciones, no se podrán adquirir acciones de esa misma sociedad con recursos de los Fondos de Capitalización.

Para fines de esta Ley, activo neto es aquel que resulta al sumar a la totalidad de los activos fijos del balance individual, una parte del resto de los activos. Esta parte se calcula multiplicando cada cuenta de esos activos por un coeficiente igual o inferior a uno, cuyo valor dependerá de la calidad y características de esos activos. El reglamento de esta Ley definirá la metodología para el cálculo de activos netos.

ARTICULO 65.- (PROPORCION DE LAS INVERSIONES)

1.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 64 de esta Ley, los depósitos en cuenta corriente y a plazo y las inversiones con recursos de un Fondo de Capitalización en títulos emitidos por un banco o garantizados por éste no podrán exceder al producto entre los siguientes factores :

1.1.- Un múltiplo único para todos los bancos fijado por el Banco Central de Bolivia, y

1.2.- El patrimonio de ese banco.

2.- La suma de las inversiones en títulos de deuda emitidos por un sólo banco tampoco podrá representar más del producto de diez por ciento (10%) del valor total del respectivo Fondo de Capitalización, por el factor de riesgo promedio ponderado de los instrumentos emitidos o garantizados por el banco.

3.- Las inversiones con recursos de un Fondo de Capitalización en títulos de deuda emitidos por una empresa no podrán exceder el producto del siete por ciento (7%) del Fondo de Capitalización y el factor de riesgo promedio ponderado, ni tampoco el veinte por ciento (20%) de los activos netos del emisor.

4.- Sin perjuicio de lo anterior, la inversión en títulos de deuda de una misma serie no podrá exceder del treinta por ciento (30%) de ella.

5.- El múltiplo único a que se refiere el numeral 1.1. de este artículo no podrá ser inferior a 0.3 ni superior a 0.8.

6.- Las inversiones con recursos de un Fondo de Capitalización en acciones ordinarias o preferidas de una sociedad anónima no bancaria ni financiera, de las señaladas en el número 6 del artículo 62 de esta Ley, tendrán los siguientes límites :

6.1.- No podrán exceder del siete por ciento (7%) del total de las acciones suscritas de dicha sociedad.

6.2.- No podrán exceder al producto del cinco por ciento (5%) del valor del respectivo Fondo de Capitalización y el factor de atributos.

7.- Las inversiones con recursos de un Fondo de Capitalización en acciones ordinarias o preferidas de una sociedad bancaria o financiera de las señaladas en el número 6 del artículo 62 de esta Ley, tendrán los siguientes límites :

7.1.- No podrán exceder el dos punto cinco por ciento (2.5%) del total de las acciones suscritas de dicha sociedad.

7.2.- No podrán exceder el producto del dos punto cinco por ciento (2.5%) del valor total del respectivo Fondo de Capitalización y el factor de atributos, de la sociedad respectiva.

8.- El factor de atributos podrá tomar valores entre cero (0) y uno (1) y se determinará en base a la evaluación de los siguientes aspectos :

- Concentración de la propiedad de la sociedad emisora;
- Características de políticas de Inversión y financiamiento, aprobadas por la junta de accionistas;
- Proporción de activos netos, y
- Características del mercado de las acciones respectivas.

La Comisión Clasificadora de Riesgo establecerá mediante reglamento la metodología para el cálculo de este factor. Esta metodología distinguirá el caso de aquellas sociedades que han incorporado a sus estatutos normas respecto del grado máximo de concentración de propiedad de las sociedad, características de sus políticas de inversiones y financiamiento y proporción mínima de activos netos de acuerdo a los señalado en el Título VI de esta Ley; de aquellas sociedades que no han hecho estas adecuaciones.

9.- Para las sociedades anónimas cuyos accionistas suscriban un compromiso de desconcentración, en los términos del artículo 85 de esta Ley, el factor de atributos se determinará en base a la concentración resultante del cumplimiento de dicho compromiso.

10.- Además, el límite de inversión con recursos de un Fondo de Capitalización, en acciones de nueva emisión de sociedades anónimas no bancarias ni financieras, será igual al siete por ciento (7%) del monto a suscribir, del cual, en la medida que hubiere acciones suscritas, al menos el cincuenta por ciento (50%) deberá encontrarse pagado. En el caso de sociedades anónimas bancarias o financieras, el primer límite será de dos punto cinco por ciento (2.5%).

11.- Si el derecho a suscribir acciones de pago de una nueva emisión naciera de la calidad de accionista que tenga el Fondo de Capitalización, el monto máximo a suscribir será igual al siete por ciento (7%) del total de dicha emisión. En el caso de sociedades anónimas bancarias o financieras, el límite será de dos punto cinco por ciento (2.5%).

12.- En todo caso, la suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad anónima (excluidas las bancarias o financieras), no podrá representar más del siete por ciento (7%) del valor total de dicho Fondo de Capitalización, ni más del veinte por ciento (20%) de los Activos Netos del emisor.

La suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas, de una misma sociedad y sus filiales, incluidas las bancarias y financieras no podrá representar más del diez por ciento (10%) de dicho Fondo de Capitalización.

13.- La suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas de sociedades de un mismo grupo empresarial no podrá exceder el quince por ciento (15%) del Fondo de Capitalización inversionista. El Reglamento establecerá la definición de grupo empresarial. Será responsabilidad de la Comisión Nacional de Valores entregar mensualmente la información sobre las sociedades y bancos emisoras de valores que constituyan grupo empresarial para efectos de esta Ley.

14.- La suma de las inversiones en instrumentos clasificados en Categoría C de Riesgo, a que se refiere el artículo 73 de esta Ley, no puede exceder el diez por ciento (10%) del Fondo de Capitalización inversionista.

15.- La suma de las inversiones en instrumentos clasificados en Categorías C y B de Riesgo, a que se refiere el artículo 73 de esta Ley, no puede exceder del treinta por ciento (30%) del Fondo de Capitalización inversionista.

16.- En ningún caso se podrán realizar inversiones con recursos de un Fondo de Capitalización en instrumentos clasificados en las categorías D y E de Riesgo, a las que se refiere el artículo 73 de esta Ley.

17.- Las inversiones del Fondo de Capitalización en instrumentos señalados en el número 7 del artículo 62 de esta Ley, de un mismo emisor, no podrá exceder del producto de dos por ciento (2%) del Fondo de Capitalización inversionista y el Factor de Riesgo cuando se trate

de emisores privados y cuatro por ciento (4%) del Fondo de Capitalización inversionista cuando se trate de emisores Estatales.

18.- Los límites de inversión en bancos empresas o sociedades anónimas a que se refieren los incisos precedentes, para un determinado Fondo de Capitalización, se rebajarán a la mitad en el caso de tratarse de sociedades accionistas en más de un uno por ciento (1%) del total de acciones suscritas de la Sociedad de Administración Previsional o de entidades relacionadas directa o indirectamente con los accionistas, directores o ejecutivos de la Sociedad de Administración Previsional de ese Fondo de Capitalización. Cuando dos o más Fondos de Capitalización sean administrados por sociedades relacionadas entre sí, se entenderá que estos límites rigen para la suma de las inversiones de todos los Fondos de Capitalización administrados por las sociedades relacionadas. Sin perjuicio de lo anterior, no se podrá invertir recursos de un Fondo de Capitalización en acciones de una sociedad accionista en más del uno por ciento (1%) del total de acciones suscritas de la Administradora de ese Fondo de Capitalización.

Son personas o entidades relacionadas, aquellas calificadas como tales en la Ley de Valores.

19.- En el evento que, por cualquier causa, una inversión realizada con recursos del Fondo de Capitalización sobrepase los límites o deje de cumplir los requisitos establecidos para su procedencia, el exceso deberá ser contabilizado en una cuenta en el Fondo de Capitalización afectado y la Administradora correspondiente no podrá realizar nuevas inversiones en los mismos instrumentos mientras dicha situación se mantenga. Lo anterior es sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia para aplicar las sanciones administrativas que en la especie procedan. El Reglamento establecerá el procedimiento y los plazos para enajenar o mantener los excesos de inversión no autorizada, atendiendo a si el incumplimiento de los límites o requisitos afecta a todos los Fondos de Capitalización o a alguno de ellos en particular, o si se debe a una variación en la calificación que practique la Comisión Clasificadora de Riesgos o a la disminución de un monto fijo o porcentual; o a la magnitud del incumplimiento, a su transitoriedad o permanencia; o finalmente, atendiendo a sus causas y, en este último caso, a si el incumplimiento de los límites fijados se debe a conductas del emisor.

20.- La comisión de Límites de Inversión podrá aumentar hasta el doble los porcentajes establecidos para la fijación de los límites de inversión tanto para acciones a que se refieren los incisos 6 y 7 de este artículo, como para la suma de las inversiones en títulos de deuda y acciones ordinarias o preferidas de una misma sociedad, a que se refiere el número 12 de éste artículo.

21.- No obstante lo anterior, en ningún caso la Comisión de Límites de Inversión podrá disminuir alguno de los límites que en virtud de lo dispuesto en el numeral anterior de este artículo hubiere aumentado.

22.- La Comisión de Límites de Inversión podrá establecer mediante normas de carácter general, proporciones y múltiplos superiores a los que fije de acuerdo a las normas

establecidas en la presente Ley, para los primeros seis meses de operación de un Fondo de Capitalización.

ARTICULO 66.- (TRANSACCIONES DE TITULOS)

Todas las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de un Fondo de Capitalización deberán hacerse en un mercado secundario formal. Corresponderá a la Comisión Nacional de Valores determinar mediante resolución cuales se considerarán mercados secundarios formales para efectos de esta Ley.

Sin perjuicio de lo anterior, las inversiones con recursos de un Fondo de Capitalización en instrumentos únicos e instrumentos seriados que no se hubieran transado anteriormente, podrán ser realizadas directamente con la entidad emisora a través de las modalidades que fije el Reglamento respectivo.

Las Administradoras no podrán tranzar instrumentos financieros con recursos de los Fondos de Capitalización a precios perjudiciales para éstos, en relación con los existentes en los mercados formales al momento de efectuarse la transacción. En caso de infracción, la diferencia que se produzca será reintegrada al Fondo de Capitalización por la correspondiente Administradora, pudiendo ésta reclamar de la sanción conforme a los procedimientos establecidos en la presente Ley y su Reglamento.

ARTICULO 67.- (PROHIBICIONES)

Los directores de una Administradora, sus gerentes, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de las inversiones de los recursos de un Fondo de Capitalización que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado y que por su naturaleza sea capaz de influir en las cotizaciones de los valores de dichas inversiones, deberán guardar estricta reserva respecto de esa información.

Asimismo, se prohíbe a las personas antes mencionadas valerse directa o indirectamente de la información reservada, para obtener para sí o para terceros, ventajas mediante la compra o venta de valores, u otro tipo de ventajas personales

Los contraventores de las prohibiciones precedentes serán sancionados con una multa a beneficio fiscal que aplicará la Superintendencia, por un monto de hasta el equivalente de siete mil Derechos Especiales de Giro (7.000 DEG), la que en caso de reincidencia podrá elevarse hasta el doble; sin perjuicio de la responsabilidad penal y/o civil que pudiera existir.

La Administradora no podrá vender al Fondo de Capitalización títulos que tuviese en cartera propia, ni podrá comprar al Fondo de Capitalización títulos que este tenga en su cartera.

TITULO V

DE LA COMISION CLASIFICADORA DE RIESGOS

ARTICULO 68.- (CREACION Y COMPOSICION DE LA COMISIÓN CLASIFICADORA DE RIESGOS)

Se crea la Comisión Clasificadora de Riesgos que estará integrada por:

- El Superintendente de Sociedades de Administración Previsional;
- El Superintendente de Bancos y Entidades Financieras;
- El Presidente de la Comisión Nacional de Valores; y
- Cuatro representantes de las Administradoras.

ARTICULO 69.- (FUNCIONES DE LA COMISION CLASIFICADORA DE RIESGOS)

Serán funciones de la Comisión Clasificadora de Riesgos, en adelante Comisión Clasificadora, las siguientes :

- Aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los instrumentos señalados en los números 2, 3, 4 y 5 del artículo 62 de esta Ley, en alguna de las categorías que dispone el artículo 73 de esta Ley. La preparación de dichos proyectos serán responsabilidad de las Administradoras, las que podrán contratar empresas especializadas en la materia.
- Establecer las características de las categorías de riesgo indicadas en el artículo 73 de esta Ley y los procedimientos de clasificación de riesgo de los instrumentos financieros que puedan ser adquiridos con los recursos de los Fondo de Capitalización. También le corresponderá aprobar o rechazar las modificaciones que en esta materia propusieran las Administradoras o alguno de sus miembros.
- Establecer las equivalencias entre las clasificaciones de los títulos señalados en el número 7 del artículo 62 de esta Ley realizadas por organismos extranjeros y las categorías de riesgo definidas en el artículo 73 de esta Ley, y aprobar, modificar o rechazar las clasificaciones practicadas por organismos extranjeros. Todo esto, sin perjuicio de que podrá establecer factores adicionales adversos que pudieran modificar la clasificación final de estos instrumentos.

Dictar el reglamento acerca de la metodología de cálculo del factor de atributos, a que se refiere el número 8 del artículo 65 de esta Ley; aprobar, modificar o rechazar el cálculo del factor de atributos para aquellas sociedades en que pueden invertir los Fondos de Capitalización en los términos a que se refiere el artículo 64; y, publicar mensualmente los resultados respectivos. La Comisión Clasificadora mediante resolución podrá autorizar el funcionamiento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, en cuyo caso las funciones detalladas en este artículo serán llevadas a cabo por dichas empresas, quienes presentarán los diferentes proyectos a la Comisión Clasificadora para que esta resuelva en definitiva.

ARTICULO 70.- (FUNCIONAMIENTO DE LA COMISION CLASIFICADORA DE RIESGOS)

La elección y facultades del Presidente y Vicepresidente, el quórum de asistencia y de votación, así como otros aspectos relativos a la estructura administrativa de la Comisión Clasificadora y al proceso de clasificación, deberán ser regulados por Reglamento especial.

ARTICULO 71.- (GASTOS DE FUNCIONAMIENTO)

Los gastos que demande el funcionamiento de la Comisión Clasificadora serán financiados por las Sociedades de Administración Previsional, a prorrata del valor del Fondo de Capitalización administrado.

ARTICULO 72.- (SECRETO PROFESIONAL Y NO OBTENCION DE BENEFICIOS PERSONALES)

Los integrantes de la Comisión Clasificadora, como también los funcionarios de la Superintendencia de Sociedades de Administración Previsional, u otras personas que por cualquier motivo tengan acceso a información relacionada con documentos y antecedentes de los emisores e instrumentos sujetos a clasificación, deberán guardar absoluta reserva en relación a los mismos hasta que toda la información tenga carácter público. La infracción a esta obligación será sancionada con la pena de reclusión menor, establecida en el artículo 302 del Código Penal.

Del mismo modo, a todos ellos les está prohibido valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información a que tengan acceso sea en el desempeño de sus funciones o por cualquier otro medio o motivo. La contravención a esta norma será sancionada con la pena de reclusión e inhabilitación para cargos y oficios públicos por el tiempo de la condena, de acuerdo al artículo 302 del Código Penal.

ARTICULO 73.- (CATEGORIAS DE CLASIFICACION POR RIESGO)

Establécense las siguientes categorías en que se clasificarán los instrumentos financieros a que se refieren los números 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 62 de esta Ley, en que pueden invertirse los recursos de los Fondo de Capitalización, tomando en cuenta la probabilidad de no pago de capital e intereses pactados, a las características del instrumento, la solvencia del emisor, la liquidez del instrumento en el mercado, y los factores que en cada caso se indiquen.

Categoría A con factor 1,0 (uno);

Categoría B con factor 0,8 (cero coma ocho);

Categoría C con factor 0,4 (cero coma cuatro);

Categoría D con factor 0 (cero), y

Categoría E con factor 0 (cero), sin información disponible para clasificar.

La categoría A es la de más bajo riesgo, el que aumenta progresivamente hasta la categoría D, que será la de más alto riesgo.

ARTICULO 74.- (CRITERIOS PARA LA APROBACION DE ACCIONES)

Se calculará el factor de atributos para las acciones de sociedades anonimas que cumplan con los establecido en el articulo 64 de esta Ley. El valor del factor de atributos dependerá del grado de concentración de propiedad de la sociedad emisora, de las características de las políticas de inversión y financiamiento, de la proporción de activos netos y de las características del mercado de las acciones respectivas. Al evaluar cada uno de estos factores se tomará en consideración el que los estatutos de la emisora incluyan o no compromisos explícitos sobre cada una de estas materias.

ARTICULO 75.- (ACUERDOS DE LA COMISION)

La Comisión Clasificadora de Riesgos informará sus acuerdos mediante una resolución que publicará en un diario de circulación nacional a más tardar el primer día hábil del mes siguiente al de la dictación de la resolución.

ARTICULO 76.- (MODIFICACIONES DE CARACTERISTICAS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS)

Las resoluciones emitidas por la Comisión Clasificadora sobre la modificación de las características de las categorías de riesgo y de los procedimientos de clasificación de los instrumentos financieros que puedan ser adquiridos con recursos de los fondos de capitalización deben ser fundamentadas dejando constancia en el acta de la respectiva sesión

de dichos fundamentos. Las deliberaciones de la Comisión Clasificadora serán secretas hasta la publicación de la resolución final.

ARTICULO 77.- (INFORMACION)

Las sociedades emisoras de los instrumentos, deberán proporcionar a las Administradoras, la información necesaria para la clasificación. Dicha información será siempre pública y no podrá ser distinta a la exigida por las respectivas superintendencias fiscalizadoras de los emisores, sin perjuicio de que las propias sociedades emisoras puedan proporcionar voluntariamente información adicional de uso público, que facilite una mejor evaluación.

TITULO VI

DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS QUE ADECUEN SUS ESTATUTOS PARA MEJORAR SU FACTOR DE ATRIBUTOS

ARTICULO 78.- (REFORMA DE ESTATUTOS)

Las sociedades anónimas cuyas acciones sean aprobadas por la Comisión Clasificadora podrán modificar sus estatutos, según las disposiciones de este título, con el objeto de mejorar la evaluación de su factor de atributos.

ARTICULO 79.- (NIVEL DE CONCENTRACION)

Las sociedades anónimas podrán contemplar en sus estatutos normas permanentes tendientes a impedir que se produzcan las situaciones establecidas en el numeral 4o. artículo 64 de esta Ley. En este caso, además, deberá quedar establecido en ellos el porcentaje máximo de las acciones suscritas que podrá concentrar una persona, directamente o por intermedio de otras relacionadas, diferenciando la concentración máxima permitida al Estado y al resto de los accionistas en su caso.

ARTICULO 80.- (INFORMACION SOBRE PERSONAS RELACIONADAS)

Con el objeto de evitar la concentración de un sesenta por ciento (60%) o más del capital social en una persona o en personas relacionadas, conforme a lo establecido sobre el particular en la presente Ley, las sociedades estarán facultadas para pedir a sus accionistas los antecedentes necesarios para determinar la existencia de los vínculos relativos a las personas relacionadas, información que los accionistas estarán obligados a proporcionar. Para ello, los accionistas que sean personas jurídicas deberán suministrar a la sociedad los nombres de sus socios así como los de las personas naturales relacionadas con aquellos.

ARTICULO 81.- (SINDICOS)

Sin perjuicio de lo establecido por el Código de Comercio, los estatutos de las sociedades anónimas a que se refiere el presente Título, podrán consignar facultades a los Síndicos, tendientes al cumplimiento de esta Ley y de su Reglamento.

ARTICULO 82.- (POLITICA DE INVERSION Y FINANCIAMIENTO)

En las sociedades a que se refiere este Título podrán ser materia de Junta Ordinaria, además de las señaladas en el Código de Comercio, la aprobación de la política de inversiones y de financiamiento que para estos efectos proponga la administración, la que constituirá el marco de referencia dentro del cual ésta deberá actuar.

La política de inversiones deberá especificar, como mínimo, las áreas de inversión y los límites máximos en cada una de éstas, especificando la participación en el control de las mismas. Además, deberá especificar el valor mínimo de los activos como proporción del total de los activos.

La política de financiamiento deberá especificar, por lo menos, el nivel máximo de endeudamiento; las atribuciones de la administración para convenir con acreedores restricciones al reparto de dividendos y para el otorgamiento de cauciones, y los activos que se declaren esenciales para el funcionamiento de la sociedad.

La política de inversión y de financiamiento deberá, además, establecer las facultades de la administración para la suscripción, modificación o revocación de contratos de compra, venta o arrendamiento de bienes y servicios que sean esenciales para el normal funcionamiento de la empresa.

En el caso de empresas en que el Estado directamente o por intermedio de sus empresas, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tenga el sesenta por ciento (60%) o más de las acciones emitidas, la política de inversiones y financiamiento deberá contemplar, además, los criterios de determinación de los precios de venta de sus productos o servicios. Asimismo, en este caso, los estatutos deberán establecer que la aprobación de esta política requerirá del voto conforme del Estado y de la mayoría absoluta del resto de los accionistas.

Dicha mayoría absoluta sólo será exigible para la aprobación de la política de inversiones y financiamiento que corresponda realizar a contar de la segunda Junta Ordinaria de Accionistas que se celebre con posterioridad a la publicación de la respectiva resolución de la Comisión Clasificadora, a menos que en el compromiso se hubiere fijado una fecha posterior a la celebración de dicha Junta para la desconcentración del veinticinco por ciento (25%) de las acciones de la sociedad, en cuyo caso el quórum especial se hará exigible a contar de la Junta Ordinaria inmediatamente posterior a la fecha estipulada en el compromiso para la desconcentración del porcentaje señalado. Sin embargo, si la desconcentración de dicho veinticinco por ciento (25%) se produce efectivamente en una fecha anterior a la señalada en el compromiso, el quórum especial será exigible en la Junta Ordinaria más próxima que se realice luego de producida tal desconcentración.

Sin perjuicio de lo dispuesto por el Código de Comercio, en estas sociedades también podrán ser materia de Junta Ordinaria de accionistas, lo siguiente:

- a) La enajenación de los bienes o derechos de la sociedad declarados esenciales para su funcionamiento en la política de inversiones y de financiamiento, así como la constitución de garantías sobre ellos; y,
- b) La modificación anticipada de la política de inversión y financiamiento aprobada por la Junta Ordinaria.

ARTICULO 83.- (VOTOS NECESARIOS PARA MODIFICACION ESTATUARIA DE ACUERDOS TOMADOS PARA ADECUACION A ESTE TITULO)

Los acuerdos de la Junta Extraordinaria de Accionistas que impliquen una modificación a los estatutos sociales en cualesquiera de las materias ya comprendidas en la reforma que, con el objeto de adecuarlos a las disposiciones de este Título, se hubiere efectuado en conformidad a lo antes establecido, requerirán del voto conforme del noventa por ciento (90%) de las acciones emitidas con derecho a voto.

ARTICULO 84.- (RETIRO DE INVERSIONES EN EMPRESAS CON PARTICIPACION ESTATAL)

1.- Las Administradoras que hayan invertido recursos del Fondo de Capitalización que administren, en acciones de sociedades en que el Estado, directamente o por intermedio de sus empresas, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tuviera el cincuenta por ciento (50%) o más de las acciones suscritas y que por su naturaleza estén sometidas a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, podrán ejercer el derecho a retiro de la sociedad, en el caso de que la Comisión Clasificadora desaprobare dichas acciones por razones que afectaran negativamente su rentabilidad y derivadas de alguna de las siguientes causales :

- 1.- La modificación de las normas que las rijan en materia tarifaria o de precios de los servicios o bienes que ofrezcan o produzcan, o relativas al acceso a los mercados;
- 2.- La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar el precio de esos bienes o servicios en forma que los alteren negativa y substancialmente en relación a los que haya tenido en consideración la Comisión Clasificadora al aprobar las acciones;
- 3.- La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas u otros bienes o servicios necesarios para su giro que incidan en sus costos, en términos o condiciones más onerosos en relación al promedio del precio en que normalmente se ofrecen en el mercado, sean nacionales o extranjeros, considerando el volumen, calidad y especialidad que la sociedad requiera;
- 4.- La realización de acciones de fomento o ayuda o el otorgamiento directo o indirecto de subsidios de parte de la sociedad, que no hubieran sido considerados en la época de aprobación de las acciones por la Comisión Clasificadora, siempre que no le fueran otorgados, directa o indirectamente, por el Estado, los recursos suficientes para su financiamiento, y
- 5.- La realización de cualquier, otra acción similar, dispuesta por la administración de la sociedad o por la autoridad, que sea contraria a los objetivos que establece este artículo.

DEL COMPROMISO DE DESCONCENTRACION

ARTICULO 85.- (COMPROMISO DE DESCONCENTRACION)

Con los recursos de los Fondos de Capitalización se podrán adquirir acciones de sociedades anónimas que, cumpliendo con los requisitos establecidos en esta Ley, se encuentren en alguna de las situaciones contempladas en el inciso 4to del artículo 64 de esta Ley, sólo si la sociedad suscribiera con el o los accionistas que la hacen incurrir en dichas situaciones un compromiso de desconcentración en los términos que establecen los artículos siguientes.

ARTICULO 86.- REQUISITOS DEL COMPROMISO DE DESCONCENTRACION)

El compromiso de desconcentración deberá constar por escritura pública y contener, en forma explícita, las obligaciones que con el objeto de desconcentrarse contraen la sociedad y el o los accionistas, y la forma y plazos en que tales obligaciones deberán ser cumplidas.

ARTICULO 87.- (PLAZO PARA DESCONCENTRARSE)

En el compromiso se podrán establecer plazos para el cumplimiento gradual de la desconcentración, atendiendo al monto del capital de la sociedad y al grado de concentración de su propiedad accionaria.

Los plazos que se establezcan no podrán exceder de cinco años contados desde la fecha de suscripción del compromiso.

ARTICULO 88.- (PUBLICACION DE COMPROMISO PARA DESCONCENTRARSE)

El compromiso de desconcentración deberá celebrarse dentro de noventa (90) días calendario, desde la notificación por parte de la Comisión Clasificadora, de la aprobación de las acciones de la sociedad. Dentro del mismo plazo, la sociedad deberá publicar un extracto de dicho compromiso por una vez en un diario de circulación nacional e inscribirse en el registro de accionistas de la sociedad, al margen de cada una de las inscripciones de acciones que posean los accionistas que hayan suscrito el compromiso.

TITULO VIII
DE LA SUPERINTENDENCIA

ARTICULO 142.- (CREACION DE LA SUPERINTENDENCIA)

Créase la Superintendencia de Sociedades de Administración Previsional, denominada en esta Ley "Superintendencia", entidad autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, de duración indefinida, que se regirá por un Estatuto Orgánico especial y se relacionará con el Gobierno por intermedio del Ministerio de Finanzas.

Corresponderá a la Superintendencia, la supervigilancia y control de las Sociedades de Administración Previsional y el ejercicio de las funciones y atribuciones que establece esta Ley.

La Superintendencia estará sometida a la fiscalización de la Contraloría General de la República, exclusivamente en lo que concierne al examen de las cuentas de ingresos y gastos propios.

La Superintendencia estará dirigida por un Superintendente que será designado por el Presidente de la República de una terna propuesta por el Congreso, que requerirá una mayoría de dos tercios, y durará en funciones seis (6) años. Podrá ser removido de su cargo por el Presidente siempre que cuente con el acuerdo de los dos tercios del Congreso.

ARTICULO 143.- (FUNCIONES)

1.- Corresponderá a la Superintendencia controlar las Sociedades de Administración Previsional en todo lo establecido en esta Ley.

2.- Deberá fijar la interpretación de la legislación en todos aquellos casos en que ésta la requiera y dictar normas administrativas generales de aplicación obligatoria para las Administradoras, a través de circulares numeradas y correlativas.

3.- Deberá autorizar la creación y funcionamiento de las Administradoras en aquellos casos que éstas cumplan con los requisitos exigidos en esta Ley y el Reglamento para su funcionamiento. En particular, podrá vetar la participación de accionistas que directamente o por intermedio de otras personas o sociedades, pretendan controlar más del 10% de las acciones de la Administradora, si estos accionistas fueran personas sin las debidas calificaciones de integridad moral indiscutidas, aspecto que deberá normar en forma general la Superintendencia. Estas resoluciones serán apelables ante los tribunales.

Asimismo, la Superintendencia podrá vetar la nominación o permanencia en el cargo de ejecutivos de las Administradoras, que hubiesen sido declarados en quiebra, que presenten deudas vencidas con el sistema bancario y que en general, no sean personas idóneas profesionalmente. Estas resoluciones de la Superintendencia serán igualmente apelables ante los tribunales en los plazos y condiciones que se establecen en el Estatuto Orgánico de la Superintendencia.

4.- Tendrá las siguientes facultades fiscalizadoras:

- a) Fiscalizar el Funcionamiento de todas las Administradoras, velando porque se cumpla cabalmente la Ley, Reglamento y otras normas y que se presten a los Afiliados los beneficios legales establecidos.
- b) Fiscalizar la inversión de los recursos de los Fondos de Capitalización y que se respeten los márgenes de inversión y la diversificación exigida.
- c) Fiscalizar que se cumplan las normas sobre la Garantía de Rentabilidad, Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, Capital Mínimo, y Fondo de Siniestralidad.
- d) Requerir el envío de toda la información sobre inversiones transacciones, precios y otros con la periodicidad que la Superintendencia estime necesaria.
- e) Disponer el examen de libros, cuentas, archivos, documentos, contabilidad y demás bienes físicos pertenecientes a las Administradoras. Especial mención merece la fiscalización del cobro de las Retribuciones, la que se deberá ajustar a los valores publicados y vigentes para cada período.

5.- Efectuar la liquidación de las Administradoras en los casos establecidos en esta Ley. Asimismo, la Superintendencia tendrá la facultad de cancelar la autorización de funcionamiento de una Administradora cuando ésta en forma reiterada se niegue a cumplir la legislación vigente.

6.- Imponer multas y sanciones a las Administradoras, mediante resoluciones fundadas cuando no cumplan las disposiciones que rigen el Nuevo Sistema. De estas multas se podrá reclamar ante los tribunales, dentro de los quince días siguientes a la notificación. Para reclamar de las multas, se deberá previamente consignar la cantidad de la multa en los tribunales, la que será devuelta si se acepta el reclamo. Las resoluciones de multas constituirán títulos ejecutivos y producirán sus efectos transcurridos quince días de la notificación si no se hubiere reclamado la multa y, en caso de reclamo, una vez que se dicte la sentencia. Las declaraciones escritas de los funcionarios de la Superintendencia

constituirán presunciones legales de los hechos por ellos personalmente constatados. La Superintendencia estará exenta de efectuar consignaciones judiciales.

Los directores y apoderados de una Administradora serán solidariamente responsables de las multas que se impongan a la Administradora si se hubieran originado por su culpa o negligencia, de lo cual podrán reclamar en la misma forma establecida para la Administradora. Asimismo la Superintendencia podrá imponer multas directamente a los directores y mandatarios de las Administradoras cuando estos sean personalmente responsables de incumplimiento.

7.- Fiscalizar los mercados primarios y secundarios en lo que se refiere a la participación de los Fondo de Capitalización en éstos, sin perjuicio de las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores.

8.- Podrá expresar su desacuerdo con la aprobación de Mercados Formales Primarios y Secundarios para las transacciones de los Fondos de Capitalización. Si ello sucede, las Administradoras no podrán realizar transacciones con dineros del Fondo de Capitalización en dichos mercados.

9.- Las Superintendencia deberá procurar solucionar aquellos problemas que se presenten entre los Afiliados y las Administradoras cuando le sea requerido.

10.- Llevar un Registro de Promotores de las Administradoras el cual autorizará a los allí inscritos a captar Afiliados para cada Administradora.

11.- Deberá velar porque la información que la Administradora le entreguen al pensionado, sea transparente y precisa. El pensionado deberá conocer los beneficios y costos asociados a cada modalidad de pensión. A tal efecto normará y fiscalizará toda la información que la Administradora entregue a sus afiliado, siendo obligación ineludible de las Administradoras requerir dicha aprobación.

12.- Deberá difundir características y resultados del Nuevo Sistema.