



UNIVERSIDAD
DE PIURA

FACULTAD DE DERECHO

**Análisis jurídico de la naturaleza de las comisiones del
banco depositario de los American Depositary Receipts
adquiridos por los fondos privados de pensiones peruanos**

Tesis para optar el Título de
Abogado

Carlos Eugenio Lou D'Anglés

**Asesor(es):
Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo**

Lima, noviembre de 2020



Aprobación

La tesis titulada Análisis jurídico de la naturaleza de las comisiones del banco depositario de los American Depositary Receipts adquiridos por los fondos privados de pensiones peruanos, presentada por el bachiller Carlos Eugenio Lou D'Anglés en cumplimiento con los requisitos para obtener el Título de Abogado, fue aprobada por el Director de Tesis Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo.

Director de Tesis





Dedicatoria

A mi familia para quienes la educación siempre fue una prioridad.

A mis abuelos que fueron el pilar de la familia.

A mis padres que no dudaron en darnos todo lo que estuvo a su alcance para que nunca nos falte algo.

A mi hermano por su incondicional apoyo.





Tabla de contenido

| | |
|---|-----------|
| Introducción | 1 |
| Capítulo I. El Sistema Privado de Pensiones en Perú..... | 3 |
| 1. Antecedentes: la seguridad social | 3 |
| 2. Los sistemas de pensiones | 3 |
| 2.1. Clasificación de los sistemas obligatorios de pensiones | 3 |
| 2.2. Los sistemas de pensiones en Perú | 5 |
| 2.2.1. El Sistema Público de Pensiones | 5 |
| 2.2.2. El Sistema Privado de Pensiones..... | 5 |
| 2.2.2.1. Principales normas del Sistema Privado de Pensiones | 6 |
| 2.2.2.2. Las administradoras de Fondos de Pensiones | 6 |
| 2.2.2.3. El deber fiduciario de las Administradoras de Fondos de Pensiones.... | 7 |
| 2.2.2.4. Las Cuentas Individuales de Capitalización y los fondos de pensiones | 7 |
| 2.2.2.5. Afiliados..... | 8 |
| 2.2.2.6. Aportes | 9 |
| 2.2.2.7. Prestaciones..... | 9 |
| 2.2.2.8. Las inversiones de los fondos de pensiones | 10 |
| 2.2.2.9. Los gastos y comisiones a cargo de los fondos de pensiones | 11 |
| 2.2.2.10. Los gastos y comisiones a cargo de los fondos de pensiones en Chile, Colombia y México..... | 13 |
| Capítulo II. Los American Depositary Receipts | 15 |
| 1. Concepto | 15 |
| 1.1. Definición..... | 15 |
| 1.2. Historia | 15 |
| 1.3. Partícipes | 16 |
| 1.4. Beneficios..... | 16 |
| 1.5. Tipos de American Depositary Receipts | 17 |
| 1.5.1. Programas de American Depositary Receipts patrocinados y no patrocinados..... | 17 |
| 1.5.2. Niveles de programas de American Depositary Receipts | 18 |
| 1.6. Los American Depositary Receipts como securities | 20 |
| 1.7. American Depositary Receipts y American Depositary Shares | 21 |

| | |
|---|-----------|
| 1.8. Los Global Depositary Receipts..... | 21 |
| 2. Principales normas que regulan los American Depositary Receipts | 21 |
| 3. Proceso de emisión de los American Depositary Receipts..... | 22 |
| 4. Los American Depositary Receipts en el Sistema Privado de Pensiones..... | 23 |
| Capítulo III. Las comisiones del depositario en los American Depositary Receipts | 25 |
| 1. Funciones y comisiones del depositario | 25 |
| 1.1. Las funciones del depositario | 25 |
| 1.1.1. Las funciones del depositario según la doctrina..... | 25 |
| 1.1.2. Cambios regulatorios a las comisiones del depositario en Estados Unidos de América | 26 |
| 1.1.3. Las funciones del depositario bajo las normas del Sistema Privado de Pensiones | 26 |
| 1.1.4. Diferencia entre depositario y custodio..... | 27 |
| 1.2. Las comisiones del depositario..... | 27 |
| 2. Consideraciones sobre las comisiones del depositario en la regulación del Sistema Privado de Pensiones | 28 |
| 2.1. Las funciones del depositario son esenciales para la existencia del American Depositary Receipt..... | 28 |
| 2.2. Las comisiones a cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones son aquellas relativas a la tenencia del American Depositary Receipt y no los subyacentes..... | 29 |
| 2.3. El depositario en el Sistema Privado de Pensiones coincide con la figura de depositario de los sistemas financiero y de seguros también supervisados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, asimismo coincide parcialmente con la figura de custodio de los sistemas financiero y de seguros, mas no coincide en su totalidad con las funciones de depositario según la doctrina | 29 |
| 2.4. No todas las comisiones del depositario se encuentran contemplados como cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones en el marco del artículo 127 del Título VI..... | 31 |
| 2.5. Las comisiones relacionadas a las funciones de splitting or grouping receipts, exercision rights y receiving or distributing dividends cumplen con los requisitos establecidos en el artículo 79 del Reglamento del TUO SPP y los artículos 123 y 126 del Título VI..... | 33 |
| 3. Conflicto de agencia | 36 |

| | |
|---|----|
| Capítulo VI. Procedimiento administrativo sancionador | 37 |
| 1. Infracción | 37 |
| 1.1. Reglamento de sanciones | 37 |
| 1.2. Reglamento de infracciones y sanciones | 38 |
| 2. Principios del procedimiento administrativo sancionador | 38 |
| 2.1. Tipicidad | 39 |
| 2.2. Irretroactividad | 40 |
| 2.3. Culpabilidad | 41 |
| 3. Sanción | 44 |
| Conclusiones | 47 |
| Referencias | 49 |
| Anexos | 55 |





Lista de tablas

| | |
|--|----|
| Tabla 1. Cartera administrada por AFP y tipo de fondo (en millones de soles)(a diciembre de 2019)..... | 8 |
| Tabla 2. Comisiones y primas de seguro (a diciembre de 2019)..... | 9 |
| Tabla 3. Características de los diferentes niveles de programas de ADR | 19 |
| Tabla 4. Comparativo entre las funciones del depositario y custodio según la doctrina, Form 20-F y normas de la SBS para el SPP y sistema financiero..... | 31 |
| Tabla 5. Comparación entre la redacción relativa a la responsabilidad administrativa prevista en el Decreto Legislativo N° 1349 y el Reglamento de infracciones y Sanciones..... | 43 |





Lista de ilustraciones

Ilustración 1. Proceso de emisión de los ADR. Mendiola et al., 2014, p. 40. 23





Introducción

El Sistema Privado de Pensiones peruano fue creado en el año 1992 a través del Decreto Ley N° 25897, Ley de creación del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, y tras sucesivas modificaciones, ordenado por el Decreto Supremo N° 054-97-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

El Sistema Privado de Pensiones peruano es un régimen de capitalización individual en donde los afiliados al mismo encargan a una Administradora de Fondos de Pensiones la administración de sus cuentas individuales de capitalización, hecho que, sujeto al cumplimiento de condiciones adicionales, da lugar al derecho de los afiliados a diversas prestaciones (pensión de jubilación, pensión de invalidez, pensión de sobrevivencia y gastos de sepelio).

La cuenta individual de capitalización de cada afiliado se incrementa continuamente por los nuevos aportes del afiliado y, se incrementa o reduce, según el rendimiento de las inversiones realizadas con los fondos de pensiones por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden invertir los fondos de pensiones en una serie de instrumentos determinados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Uno de estos instrumentos son los American Depositary Receipts, valores representativos de derechos sobre acciones en depósito registrados ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América; en palabras de Yacsahuache (2006), se trata de un “recibo de depósito otorgado por un banco norteamericano, que representa la titularidad de un número especificado de acciones no estadounidenses depositadas en el país de origen de la empresa” (p. 48).

Al igual que las inversiones en otros instrumentos, la inversión en American Depositary Receipts implica una serie de gastos y comisiones que, en principio y de acuerdo con las normas que regulan el Sistema Privado de Pensiones peruano, deben ser asumidos por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

No obstante, aquellas comisiones cobradas por los bancos depositarios de American Depositary Receipts requieren una especial atención, toda vez que, si bien las normas que regulan al Sistema Privado de Pensiones peruano prevén que estas sean pagadas por las Administradoras de Fondos de Pensiones, las funciones que las normas peruanas le han

asignado a los bancos depositarios no coinciden con las funciones que cumplen según la doctrina, así como las funciones que en la práctica desempeñan.



Capítulo I

El Sistema Privado de Pensiones en Perú

1. Antecedentes: la seguridad social

La Organización Internacional del Trabajo define la seguridad social como la protección que una sociedad proporciona a los individuos y los hogares para asegurar el acceso a la asistencia médica y garantizar la seguridad del ingreso, en particular en caso de vejez, desempleo, enfermedad, invalidez, accidentes de trabajo, maternidad o pérdida del sostén familiar (Organización Internacional del Trabajo, 2003, p. 1).

En ese sentido, Payet (1992) afirma que “una de las responsabilidades fundamentales del estado es establecer un marco normativo que garantice la cobertura contra ciertos riesgos o contingencias provenientes de la vida social” (p. 15).

Respecto a los riesgos que resguarda la seguridad social, Bustamante (1998, p. 11) coincide con la Organización Internacional del Trabajo (2003) al afirmar que, entre los riesgos que resguarda la seguridad social, se encuentran las enfermedades profesionales, maternidad, invalidez, vejez, muerte y cesantía.

Por tanto, el concepto de seguridad social no resulta ajeno a los sistemas de pensiones, toda vez que los sistemas de pensiones son parte de la seguridad social y buscan asegurar a los trabajadores contra el riesgo de longevidad (Fajardo, 1992, p. 21). En ese sentido, Lescano (2010) señala que “la seguridad social es uno de los mecanismos que generan seguridad económica para las personas mayores, el derecho fundamental a acceder a una pensión constituye un pilar fundamental para garantizar una vida digna en esta etapa del ser humano” (p. 267), por lo que la existencia de sistemas de pensiones se sustenta en que el envejecimiento de las personas implica la disminución de sus ingresos.

2. Los sistemas de pensiones

2.1. Clasificación de los sistemas obligatorios de pensiones. La OCDE clasifica los sistemas de pensiones de la siguiente manera (Yermo, 2002):

- En función a la naturaleza de la entidad que los administra, estos pueden ser públicos o privados.
- En función a la relación con el empleador, estos pueden ser ocupacionales, cuando el sistema ha sido fundado por el empleador y solo se puede acceder siendo trabajador de este, o individual cuando el sistema no está vinculado a la relación con el empleador. Estos sistemas a su vez pueden ser de participación voluntaria u obligatoria para el trabajador.

- En función al cálculo de la pensión, estos pueden ser calificados como de beneficios definidos, cuando la pensión se calcula en función a sus salarios o años de trabajo, o de contribución definida, cuando la pensión depende de los aportes realizados y los rendimientos generados por estos (también conocidos como de capitalización individual).
- En función al financiamiento, estos pueden ser pre financiados (también conocidas como de capitalización individual), cuando las pensiones son pagadas a través de las inversiones realizadas con los aportes y sus rendimientos a lo largo del tiempo o no pre financiadas (también conocidas como de reparto) cuando “las pensiones de los jubilados en un periodo determinado se financian principalmente con los aportes que realizan los trabajadores activos en ese mismo periodo” (Payet, 1992, p. 16).

En ese sentido, la OCDE desarrolló un enfoque multipilar para organizar los sistemas de pensiones donde el primer pilar está compuesto por sistemas de pensiones de reparto y beneficios definidos, el segundo pilar está compuesto por sistemas de pensiones privados y un tercer pilar conformado por sistemas individuales voluntarios (Yermo, 2002).

De otro lado, el Banco Mundial (Whitehouse, 2007) desarrolló un enfoque de dos niveles en función a la finalidad del sistema de pensiones, de tal manera que el primer nivel tenga una función redistributiva o de cobertura universal que es de administración pública y donde pueden existir pensiones de tres tipos: i) enfocadas, cuya finalidad es brindar pensiones para que los jubilados no caigan debajo de un umbral de pobreza; ii) básica que puede tomar forma de una pensión mínima o universal o en función a los años de trabajo y complementarse con otros planes de pensiones públicos o privados; o iii) mínimas, similares a las enfocadas, pero requieren de haber realizado aportes con el fin de complementarlos. Finalmente, el segundo nivel tiene como finalidad que la tasa de reemplazo (pensión a percibir respecto a ingreso antes de la jubilación) sea la adecuada, este nivel parte de la distinción entre entidades públicas y privadas y de estas pueden desprenderse tres tipos de pensiones: i) contribuciones definidas, ii) beneficios definidos, iii) puntos, el cual es un sistema donde se asignan puntos anualmente en función a los ingresos percibidos y que luego son multiplicados por un valor para su conversión en pensión, iv) cuentas nocionales, donde el capital acumulado es multiplicado sobre un factor al momento de la jubilación para el cálculo de la pensión a percibir o v) créditos definidos, donde la autoridad impone el retorno mínimo sobre los aportes realizados. Finalmente existe un tercer nivel que lo componen las pensiones de carácter voluntario complementario (el equivalente al tercer pilar establecido por la OCDE).

Tanto la clasificación como el enfoque no se encuentran libres de crítica (Yermo, 2002, p. 16), sin embargo, toda vez que el enfoque del Banco Mundial (Whitehouse, 2007) parte de la clasificación y propuesta de la OCDE, el presente trabajo adopta esta última clasificación dada su mayor aceptación.

2.2. Los sistemas de pensiones en Perú. El sistema de pensiones peruano es un sistema mixto (Mendiola *et al.*, 2013, p. 15), toda vez que el sistema público coexiste con el sistema privado (OECD, 2019, p.23). Los trabajadores dependientes se encuentran obligados a afiliarse al Sistema Nacional de Pensiones (en adelante, SNP) o al Sistema Privado de Pensiones (en adelante, SPP) “al momento que ingresan al mercado laboral” (Bernal *et al.*, 2008, p. 26).

2.2.1. El Sistema Público de Pensiones. El sistema público de pensiones peruano está principalmente conformado por el SNP, el cual se encuentra regulado por el Decreto Ley N° 19990, Decreto Ley que crea el Sistema Nacional de Pensiones de la Seguridad Social. Se trata de un régimen público, individual, de reparto y de beneficios definidos. El régimen fue creado en 1973 y se encuentra administrado por la Oficina de Normalización Previsional (en adelante, ONP) y permite que los trabajadores sujetos al régimen de la actividad privada, obreros, funcionarios y servidores públicos bajo el régimen de la actividad pública no incorporados al régimen del Decreto Ley N° 20530 se afilien. Los afiliados a este régimen aportan el 13% de su salario excluyendo las gratificaciones de diciembre y julio.

Las prestaciones del SNP son: pensión de jubilación, pensión de invalidez, pensión de viudez, pensión de orfandad y ascendencia, y capital de defunción.

Desde su creación, el SNP ha incorporado una serie de cambios, entre los cuales se pueden identificar cuanto menos los siguientes: aumento en los años de aportes requeridos para acceder a la pensión; aumento y uniformización de la edad de jubilación; aumento de la tasa de aportación de los trabajadores; reducción de la tasa de reemplazo; ajuste en el cálculo de la remuneración de referencia; y fortalecimiento del Fondo Consolidado de Reservas Previsionales (Bernal, Muñoz, Perea, Tejada y Tuesta., 2008, p. 30).

2.2.2. El Sistema Privado de Pensiones. El SPP fue creado en el año 1992 mediante el Decreto Ley N° 25897, Ley de creación del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, y ordenado por el Decreto Supremo N° 054-97-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (en adelante, TUO SPP).

El SPP es un régimen individual, de contribución definida, capitalización individual y administración privada pues los fondos de pensiones son administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante, AFP). Su creación buscó reducir la

deuda previsional del Estado, revertir la insostenibilidad del SNP, ampliar la cobertura previsional de la población, ampliar y profundizar el mercado de capitales peruano con la creación de una industria dedicada a la administración de pensiones y transferir el riesgo de inversión a los trabajadores (Cruz-Saco, Mendoza y Seminario, 2014, p. 3).

De igual modo, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (en adelante, SBS), organismo encargado de la regulación y la supervisión del SPP (SBS, 2019), afirma que la creación del SPP “se sustenta en la libertad y la responsabilidad individual, siendo sus características principales: libertad de elección, la participación activa del trabajador, la transparencia en la información, la libre competencia y la fiscalización”. Se trata de un sistema donde los aportes del trabajador se depositan en una cuenta personal llamada Cuenta Individual de Capitalización (en adelante, CIC) (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019), la misma que se incrementa en función de sus aportes y la rentabilidad obtenida por la inversión de estos por lo que el resultado de los aportes realizados y la rentabilidad obtenida acumulada en la cuenta del trabajador financiará la jubilación de este (Mendiola *et al.*, 2017, p. 16).

El aporte de los afiliados al SPP es del 10% de la remuneración percibida a lo que se debe adicionar la prima de seguro y la comisión de administración que percibe la AFP por la administración de los fondos.

2.2.2.1. *Principales normas del Sistema Privado de Pensiones.* Las principales normas del SPP son las siguientes:

- Decreto Supremo N° 054-97-EF: Texto Único Ordenado del Sistema Privado de pensiones.
- Decreto Supremo N° 004-98-EF: Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones (en adelante, Reglamento del TUO SPP).
- Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentaria del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.
- Resolución SBS N° 008-2007: Reglamento para la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en el Exterior (en adelante, RIE).

2.2.2.2. *Las Administradoras de Fondos de Pensiones.* Las AFP son las responsables de la administración de las CIC de los afiliados. De acuerdo con el TUO SPP y Reglamento del TUO SPP, se constituyen como sociedades anónimas de duración indefinida y tienen por objeto exclusivo la administración de los fondos de pensiones, así como el otorgamiento de las prestaciones del SPP previstas. Cabe precisar que, en el marco de las normas

mencionadas, los ingresos de las AFP provienen únicamente de la comisión de administración.

2.2.2.3. *El deber fiduciario de las Administradoras de Fondos de Pensiones.* De acuerdo el artículo 21-B del TUO SPP, las AFP tienen responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales y en mérito a ello son responsables de actuar con la diligencia que le corresponde a su calidad de inversionista.

Dicha redacción da lugar a dos preguntas, ¿de dónde surge ese deber fiduciario y cuál es el nivel o estándar de diligencia requerido? Al respecto, Méndez (2017, p. 7) señala que el deber fiduciario de las AFP surge de la relación fiduciaria entre empleador (fideicomitente) y AFP (fiduciario) cuando el primero transfiere los aportes (patrimonio autónomo) del empleado (fideicomisario) a la AFP para que cumpla un fin específico en favor del empleado. Méndez concluye que, bajo esta estructura fiduciaria, le corresponde a la AFP actuar con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios en el desarrollo de su administración; no obstante, las normas que regulan el SPP no han establecido criterios de diligencia por lo que “las AFP deben adoptar los medios necesarios para evitar el riesgo de generar un perjuicio en los activos de los afiliados con el fin de tomar las precauciones necesarias” (Méndez, 2017, p. 107).

Sobre la posición de Méndez, si bien explica con claridad el origen del deber fiduciario, parece ignorar que la diligencia fue desarrollada en el artículo 59 del Reglamento del TUO SPP, el cual señala que las AFP deben invertir los recursos de los fondos de pensiones “con la diligencia y competencia que corresponde a un experto en las inversiones”, por tanto, las AFP deben actuar como lo haría un experto en inversiones, no obstante, si bien el artículo en mención materializa de mejor manera el deber de diligencia contenido en el TUO SPP, este sigue requiriendo ser precisado.

2.2.2.4. *Las Cuentas Individuales de Capitalización y los fondos de pensiones.* En el SPP, todas las CIC de los afiliados, si bien pertenecen a cada trabajador, forman parte de un fondo de pensiones. De acuerdo con el artículo 18-C del TUO SPP, los fondos de pensiones “constituyen un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la AFP”, por lo que la contabilidad de estos no es la misma que las AFP. El mismo artículo indica que las AFP carecen de “derecho de propiedad sobre los bienes que componen o que se generan por efecto de los Fondos”. Además, las CIC de aportes, sean voluntarios u obligatorios, con fin previsional tienen carácter inembargable en el marco de los artículos 20 y 30 del TUO SPP. Cabe precisar que los aportes obligatorios tienen como finalidad específica brindar las prestaciones de jubilación (Morón y Carranza, 2004, p. 32).

Respecto a los fondos existentes, cada AFP debe administrar cuatro tipos de fondos obligatorios, los cuales son el Fondo Tipo 0, 1, 2 y 3, cada uno con una estrategia de inversión y política de riesgo distinta, así como límites distintos.

Tabla 1. Cartera administrada por AFP y tipo de fondo (en millones de soles)(a diciembre de 2019)

| | Habitat | Integra | Prima | Profuturo | Total SPP |
|------------------|----------------|----------------|--------------|------------------|------------------|
| Total Cartera | | | | | |
| Administrada | 11 198 | 64 826 | 53 751 | 43 553 | 173 328 |
| (Fondo + Encaje) | | | | | |
| Fondo 0 | 53 | 1 241 | 745 | 793 | 2832 |
| Fondo 1 | 1 201 | 7 616 | 6 368 | 4 846 | 20 031 |
| Fondo 2 | 8 671 | 48 443 | 40 325 | 32 451 | 129 890 |
| Fondo 3 | 1 273 | 7 527 | 6 313 | 5 463 | 20 575 |
| Total Encaje | | | | | |
| Legal | 96 | 568 | 460 | 371 | 1495 |

Nota. Recuperado de Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2020). Elaboración propia.

2.2.2.5. *Afiliados*. El artículo 5 del TUO SPP señala que la afiliación al SPP y, por ende, a una AFP, es voluntaria en el sentido que el trabajador dependiente, y aquellos independientes que así lo deseen pueden elegir entre el SNP y el SPP. De otro lado, el artículo 1 del Título V del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (en adelante, Título V), aprobado mediante Resolución N° 080-98-EF/SAFP, describe la afiliación como una “relación jurídica que se produce entre un trabajador, cualquiera fuere su condición, y la AFP, a través de la cual el trabajador se incorpora al Sistema Privado de Pensiones, o ejerce su derecho a traspasarse de una a otra AFP”.

El artículo 2 del Título V agrega que la afiliación se da al momento que un trabajador ingresa a laborar a un centro de trabajo, esto debido a que los trabajadores tienen la posibilidad de “optar por uno de los sistemas al momento que ingresan al mercado laboral” (Bernal et al. 2008, p. 26), esto es, optar entre SNP y SPP.

Desde el año 2013, gracias a la Ley N° 29903, Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, los nuevos trabajadores que opten por el SPP serán afiliados a la AFP ganadora de un proceso de licitación que otorga exclusividad para la afiliación de nuevos trabajadores durante un periodo de veinticuatro meses (de junio a mayo) a la AFP que ofrezca la menor comisión.

El afiliado, bajo ciertas condiciones, podrá cambiarse de tipo de fondo, AFP o, incluso, migrar al SNP o viceversa (del SNP al SPP) (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019).

2.2.2.6. *Aportes*. Los aportes obligatorios a la CIC del afiliado son del diez por ciento de la remuneración asegurable del afiliado. Este porcentaje está establecido en el artículo 30 del TUO SPP. A este monto debe agregarse un porcentaje de la remuneración del afiliado que se encontrará destinada a la prima del seguro de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio, el mismo que asegura algunas de las prestaciones de los afiliados. El porcentaje se establece mediante un sistema de subastas a cargo de las AFP que se celebra cada dos años. Esta modalidad de asignación permite un aumento de la competencia y la reducción del precio de la prima (Andina, 2018).

Además del aporte y la prima de seguro, los afiliados deben pagar la comisión de administración a la AFP a la que se encuentran afiliados.

Tabla 2. Comisiones y primas de seguro (a diciembre de 2019)

| | Habitat | Integra | Prima | Profuturo |
|-------------------------------------|----------------|----------------|--------------|------------------|
| Comisión sobre remuneración (Flujo) | 1.47% | 1.55% | 1.60% | 1.69% |
| Comisión Mixta | | | | |
| Componente de Flujo (Tasa mensual) | 0.38% | 0.00% | 0.18% | 0.67% |
| Comisión Mixta | | | | |
| Componente de Saldo (Tasa anual) | 1.25% | 0.82% | 1.25% | 1.20% |
| Prima de Seguro | 1.35% | 1.35% | 1.35% | 1.35% |

Nota. Recuperado de Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2020). Elaboración propia.

Cabe reiterar que existen dos tipos de aportes, el primero de ellos es el aporte voluntario con fin previsional, el cual permite aumentar la CIC del afiliado con la finalidad de mejorar la pensión de este. El segundo tipo de aporte es el aporte voluntario sin fin previsional, el cual es una alternativa de ahorro que permite que los afiliados ahorren invirtiendo en los fondos de pensiones de manera voluntaria, teniendo como beneficio, a diferencia de los otros dos tipos de aporte, la libre disposición de estos (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019).

2.2.2.7. *Prestaciones*¹. Respecto a las prestaciones, el SPP cuenta con las siguientes prestaciones en el marco del Título VII del Compendio de Normas de Superintendencia

¹ Se han excluido de esta sección los retiros aprobados por el Poder Ejecutivo y Legislativo en el marco de la pandemia de COVID-19 dado el carácter extraordinario de estas.

Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, aprobado mediante Resolución N° 232-98-EF/SAFP (en adelante, Título VII):

- Pensión de jubilación: pensión correspondiente al riesgo de vejez y tiene lugar una vez que el afiliado cumple 65 años o cumple con los requisitos para una jubilación anticipada (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019).
- Pensión de invalidez: pensión correspondiente al riesgo de invalidez del afiliado, siempre que el afiliado haya perdido el 50% o más de su capacidad física o mental, para ello se requiere de un dictamen del Comité Médico. Dado que es una prestación proveniente del seguro de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio, solo se podrá tener acceso a la misma en la medida que el afiliado, a través de su empleador, haya realizado los correspondientes aportes durante al menos cuatro de los ocho meses anteriores al siniestro que dio lugar al derecho de pensión (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019).
- Pensión de sobrevivencia: pensión correspondiente al riesgo de muerte y tiene lugar cuando fallece el afiliado. Los beneficiarios de esta pensión serán los dependientes directos del afiliado (Alfaro, 2004). Dado que es una prestación proveniente del seguro de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio, solo se podrá tener acceso a la misma en la medida que el afiliado, a través de su empleador, haya realizado los correspondientes aportes durante al menos cuatro de los ocho meses anteriores al siniestro que dio lugar al derecho de pensión (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019).
- Gastos de sepelio: los afiliados que fallezcan contarán con cobertura para gastos de sepelio. Dado que es una prestación proveniente del seguro de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio, solo se podrá tener acceso a la misma en la medida que el afiliado, a través de su empleador, haya realizado los correspondientes aportes durante al menos cuatro de los ocho meses anteriores al siniestro que dio lugar a la muerte del afiliado (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2019).

Respecto a la pensión de jubilación, los afiliados pueden optar por una pensión a través de una de las modalidades previstas (retiro programado, renta vitalicia, renta temporal con renta vitalicia diferida o renta escalonada) u optar por el retiro de hasta el 95.5% de su CIC.

De otro lado, el afiliado puede disponer de hasta el 25% de su CIC para el pago de la cuota inicial de la compra de un primer inmueble o para amortizar un crédito hipotecario.

2.2.2.8. *Las inversiones de los fondos de pensiones.* De acuerdo con el artículo 25-A del TUO SPP, las AFP pueden invertir los fondos de pensiones en instrumentos representativos de derechos sobre participación patrimonial o títulos accionarios, instrumentos representativos de derechos sobre obligaciones o títulos de deuda, instrumentos derivados

para cobertura y gestión eficiente de portafolio, instrumentos representativos de derechos sobre obligaciones de corto plazo o activos en efectivo e instrumentos alternativos.

En cumplimiento del inciso k) del artículo 25 del TUO SPP, las acciones y valores representativos de derechos sobre acciones en depósitos deben encontrarse inscritos en bolsas de valores (mecanismos centralizados de negociación), lo que implica que los valores no pueden negociarse en el mercado extrabursátil, también conocido como *Over-The-Counter* (en adelante, OTC), a excepción del límite de uno por ciento de valor de cada tipo de fondo bajo la autonomía² de la política de inversiones de cada AFP según el artículo 75-D del Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones aprobado mediante Resolución N° 052-98-EF/SAFP (en adelante, Título VI).

2.2.2.9. *Los gastos y comisiones a cargo de los fondos de pensiones.* Las inversiones realizadas por las AFP con los fondos de pensiones implican una serie de gastos y comisiones. Al respecto, el artículo 79 del Reglamento del TUO SPP señala, a manera de regla general, que los gastos y comisiones abonados a los intermediarios u otras entidades por las transacciones realizadas con los instrumentos de inversión adquiridos por los fondos de pensiones son de cargo de las AFP. No obstante, el mismo artículo introduce una excepción al indicar que, en aquellas inversiones que generen gastos y comisiones que, dada su naturaleza, sean asumidos por los fondos de pensiones, las AFP deberán asegurarse de que estos se minimicen, sean razonables y competitivos, garanticen la mejor ejecución de las operaciones y busquen el beneficio exclusivo de los fondos de pensiones.

El artículo 79 del Reglamento del TUO SPP es desarrollado en el artículo 123 del Título VI el cual agrega, como gastos y comisiones a cargo de las AFP, aquellos por concepto de “custodia, guarda física, depositarios, instituciones de compensación y liquidación, cuentas corrientes y otros originados por la tenencia de instrumentos y operaciones de inversión”. El artículo 127 del mismo cuerpo normativo agrega a estos gastos y comisiones los costos de intermediación, costos de negociación de fondos mutuos y de inversión, costos de mecanismos de negociación y reguladores, costos cargados al precio del instrumento u operación de inversión por negociación en mercados diferentes, costos de conversión y

² El uno por ciento bajo autonomía de la política de inversiones permite a las AFP invertir los recursos de los fondos de pensiones en instrumentos que no cumplen con los requisitos de elegibilidad.

cualquier otro costo, gasto o comisión pagado a los intermediarios por concepto de la negociación de los instrumentos u operaciones de inversión³.

Respecto a la excepción, además de que las AFP se aseguren que las comisiones y gastos deban asegurarse que se minimicen, sean razonables y competitivos, garanticen la mejor ejecución de las operaciones y busquen el beneficio exclusivo de los fondos de pensiones, las comisiones y gastos deberán asegurarse de que estos cumplan con los lineamientos de diligencia establecidos en el artículo 126 del Título VI:

- a) Que la estructura de los costos, gastos y comisiones de los instrumentos u operaciones de inversión maximice el retorno ajustado por riesgo.
- b) Que exista una revelación total de todos los costos, gastos y comisiones incorporados en los instrumentos u operaciones de inversión.
- c) Que los costos, gastos y comisiones estén denominados de manera apropiada.
- d) Que los costos, gastos y comisiones correspondan a servicios efectivamente prestados para la constitución de los instrumentos u operaciones de inversión.
- e) Que los costos, gastos y comisiones sean razonables y competitivos.
- f) Que los costos, gastos y comisiones que se hayan requerido para la constitución de los instrumentos u operaciones de inversión correspondan a la mejor ejecución de las transacciones.
- g) Que los cargos por concepto de servicios adicionales sean explícitamente revelados y separados en la estructura de costos, gastos y comisiones de los instrumentos u operaciones de inversión.
- h) Que el análisis de la estructura de costos, gastos y comisiones esté debidamente sustentado.

El Título VI además contiene disposiciones en materia de impuestos al indicar que en Perú el patrimonio de los fondos de pensiones y las operaciones de inversión que se realizan con dichos recursos no se encuentran afectos a impuestos y, además, que los impuestos cargados en el extranjero por consecuencia de la tenencia de instrumentos y operaciones de inversión serán de cargo de los fondos de pensiones.

Sin perjuicio de las disposiciones anteriores, el Título VI prevé disposiciones similares a las del artículo 126 del Título VI para comisiones que deben ser asumidas por los fondos de pensiones por inversiones en fondos mutuos, fondos de inversión, instrumentos

³ El Oficio Circular N° 012-2000/CT-SAFP-SBS menciona algunos de los gastos y comisiones abonados a cargo de las AFP, entre estos se encuentran los costos de intermediación, costos del mecanismo de negociación, costos de conversión, costos de las operaciones de divisa y cualquier otro gasto, comisión o cargo pagado a los intermediarios por concepto de la negociación de instrumentos de inversión.

representativos de activos titulizados y operaciones donde los costos de intermediación se incluyan en el diferencial (“spread”).

2.2.2.10. *Los gastos y comisiones a cargo de los fondos de pensiones en Chile, Colombia y México.* Resulta preciso mencionar legislación comparada en materia de comisiones a cargo de los fondos de pensiones⁴. En Chile, el artículo 45 bis del decreto Ley N° 3.500 (ley que estableció el sistema de capitalización individual obligatorio) ha establecido un mecanismo de comisiones máximas que pueden ser pagadas con cargo a los fondos de pensiones, las mismas que son establecidas anualmente por la Superintendencia de Pensiones, asimismo prevé que las comisiones de administración incluidas en cuotas de fondos mutuos, fondos de inversión e índices financieros sean asumidas por los fondos de pensiones dentro de los límites establecidos (Diario Financiero, 2019). Las AFP se encuentran obligadas a comunicar las comisiones cargadas a los fondos de pensiones a la Superintendencia de Pensiones y a publicarlas en sus páginas web en el marco de las disposiciones del Libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones.

En Colombia, los gastos a cargo de los fondos de pensiones se encuentran establecidos en el numeral 2 del Capítulo Segundo del Título IV de la Circular Básica Jurídica (C.E. 029/14). Esta norma ha establecido una lista taxativa de comisiones y gastos que pueden ser cargados a los fondos.

En México, el artículo 33 de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el retiro indica que “las administradoras con cargo a sus ingresos deberán cubrir todos los gastos de establecimiento, organización y además necesarios para la operación de las sociedades de inversión que administren”. En ese sentido, las Administradoras de Fondos para el Retiro tienen a cargo la totalidad de costos, gastos o comisiones a excepción de los fondos mutuos con estrategia activa, para los cuales se ha establecido un porcentaje máximo de comisión del administrador con cargo a los fondos de pensiones (Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, 2019).

⁴ Los países mencionados (Chile, Colombia y México) han sido seleccionados por contar con características similares en cuanto tipo de sistema, entidades administradoras, afiliación, aportes y prestaciones y, además, han sido incorporados en años similares (FIAP, 2019). Ver Anexo 2 para más detalles.



Capítulo II

Los American Depositary Receipts

1. Concepto

1.1. Definición. Moxley (1962, p. 22) define los American Depositary Receipts (en adelante, ADR) como recibos negociables que representan un número de acciones de una compañía no estadounidense emitidos por una institución denominada depositario en Estados Unidos de América (en adelante, EUA) y, por tanto, emitido en dólares estadounidenses. Esta definición es la misma adoptada por Royston (1985) y replicada por Velli (1993), Saunders (1993) y Lander (1995).

Saunders (1993) señala además que los ADR otorgan a sus tenedores los mismos derechos económicos y políticos que las acciones que representan (en adelante, acciones subyacentes), sin embargo, estos recibos son distintos de las acciones subyacentes (p. 58).

Por último, estos son emitidos y negociados en el mercado de capitales de EUA (Moxley, 1962, p. 23).

1.2. Historia. El origen de los ADR podría remontarse al siglo diecinueve, cuando las compañías holandesas de *trust* iniciaron la emisión de certificados al portador sobre acciones estadounidenses (Fountain, 1969, p. 15). No obstante, los ADR surgen en el contexto de la prohibición impuesta por el gobierno británico a las empresas británicas de no poder registrar sus acciones fuera de su país sin la participación de un transfer agent británico (Moxley, 1962, p. 22).

A dicha prohibición se le debían sumar los problemas que implicaba la inversión directa sobre acciones extranjeras (Spoors, 1993) en el siglo dieciocho y diecinueve, entre las que se encontraban demoras en la comunicación y transferencia de la titularidad por tratarse de transacciones que implicaban dos países, así como los problemas por falta de comunicación entre la compañía sobre la cual se emitían los certificados y otros problemas legales como los tributos y transferencias sucesorias (además de los problemas de idioma, huso horario y desconocimiento de la regulación de mercado de valores del país de la compañía sobre la que se emitían los certificados) (Moxley, 1962, p. 21).

De estos problemas surge la necesidad de crear un instrumento que estandarice los partícipes, sus funciones y costos implicados y así es como en 1927 se emite el primer ADR, el cual fue sobre las acciones de Selfridges, compañía cuyas acciones negociaban en la bolsa de Londres, y se emitiría en la bolsa de Nueva York (en ese entonces conocida como New York Curb Exchange, en la actualidad New York stock Exchange) con la participación de

Guaranty Trust Company of New York⁵ como depositario y la colaboración de múltiples intermediarios especialistas en arbitraje de acciones (Moxley, 1962, p. 22).

1.3. Partícipes. La emisión de ADR implica la participación de los siguientes actores:

- Emisor: se trata de la compañía no estadounidense emisora de las acciones subyacentes del ADR (Mendiola et al., 2014, p. 39).
- Banco depositario (en adelante, depositario): banco de EUA responsable de emitir los American Depositary Shares (en adelante, ADS) y los ADR; y depositario de los ADS (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, 2016, p. 1). El depositario, además, cumple una serie de funciones más allá del depósito de los ADS y figura como titular de las acciones subyacentes (Bonelli, 1999, p. 99).
- Banco custodio (en adelante, custodio)⁶: banco responsable de la custodia de las acciones subyacentes del emisor a ser representadas por ADS y negociadas mediante ADR (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, 2016, p. 1). Se trata del nexo entre depositario y el mercado donde se negocian las acciones subyacentes.
- Inversionista: persona natural o jurídica que adquiere los ADR (Mendiola et al. 2014, p. 39) en el mercado bursátil u OTC (Bonelli, 1999, p. 100). A efectos de la presente investigación se trata de las AFP.
- Underwriter: responsable de la colocación de los ADR, sea a través de la compra parcial o total de los ADR para su posterior venta u ofreciendo los ADR en nombre del emisor (Spoors, 1993, p. 205). Sin embargo, el depositario puede asumir este rol (Royston, 1985, p. 105).
- Entidades reguladoras: entidades responsables de la supervisión del mercado de valores⁷.

1.4. Beneficios. Los programas de ADR benefician tanto a emisores como inversionistas. Respecto a emisores, se pueden identificar los siguientes beneficios⁸:

- Ampliar la base de inversionistas, así como acceder a inversionistas extranjeros al facilitarles el acceso a la inversión y, como consecuencia, diversificar la composición

⁵ Se trata de un predecesor de Morgan Guaranty Trust Company y que posteriormente sería J.P. Morgan.

⁶ Se trata del banco custodio local (del lugar de origen del emisor), distinto al banco custodio del inversionista, el cual sería un banco estadounidense responsable de custodiar los ADR adquiridos por el inversionista.

⁷ En EUA la entidad reguladora del mercado de valores es la Securities and Exchange Commission, mientras que en Perú su homólogo es la SMV.

⁸ Velli (1993) señala que, entre los beneficios de invertir a través de ADR se encuentran evitar los pagos del custodio. Esto es parcialmente cierto, toda vez que los costos de custodia son parte de la estructura de costos del banco depositario que posteriormente se traslada a través de la comisión que cobra sea al emisor o al inversionista.

accionaria (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, 2016, p. 2) (Citibank, 2018, p. 7), lo que también da lugar a mayor potencial de liquidez (Espinosa, 2011, p. 15).

- Incrementar visibilidad en el mercado de capitales de EUA (Lander, 1995, p. 902).
- Fortalece y estabiliza el precio de las acciones subyacentes (Yacsahuache, 2006, p. 50).
- Facilita objetivos estratégicos corporativos del emisor, tales como fusiones, adquisiciones, privatizaciones, aumentos de capital, entre otros (Citibank, 2018, p. 7).

Respecto a los beneficios para los inversionistas, algunos de estos son:

- Facilita la diversificación e inversión en mercados extranjeros (Citibank, 2018, p. 7) al encontrarse en dólares y reducir los costos y gastos relacionados a la inversión frente a la adquisición directa en el mercado del emisor.
- Promueve el acceso a investigación, precio y otra información de negociación (Citibank, 2018, p. 7), así como facilita la comparación de valores respecto a compañías emisoras similares (Citibank, 2018, p. 7).
- Facilita la negociación entre inversionistas, toda vez que se negocian tal como cualquier acción negociada en bolsas de valores de EUA y evita cualquier tipo de restricción o limitación que imponga las entidades reguladoras del país del emisor a inversionistas extranjeros (Lander, 1995, p. 900).
- Facilita el pago de dividendos, toda vez que es el depositario quien coordina la recaudación, cambio de moneda y pago (Lander, 1995, p. 901).
- Otorgan mayor transparencia respecto a la información del emisor (Khanna et al., p. 2004, p. 478).
- La transacción, así como el pago de los dividendos, se realiza en dólares (Espinosa, 2011, p. 15).

1.5. Tipos de American Depositary Receipts. El proceso de emisión de los ADR debe ser entendido como un programa (Mendiola et al., 2014, p. 41). De esta manera se puede clasificar a los programas como patrocinados y no patrocinados y, a su vez, categorizado dentro de uno de los cuatro niveles (Velli, 1993, p. 43).

1.5.1. Programas de American Depositary Receipts patrocinados y no patrocinados. Es posible distinguir, en primer lugar, a los programas de ADR patrocinados (*Sponsored Facilities*) de los no patrocinados (*Un-sponsored Facilities*) (Saunders, 1993, p. 55).

Los programas patrocinados se establecen con la cooperación del emisor (Mendiola et al., 2014, p. 41) y suponen la celebración de un contrato de depósito (*Depositary Agreement*) entre el emisor y el depositario (Lander, 1995, p. 905) y al establecimiento de una relación

jurídica entre emisor, depositario, inversionista y banco custodio local (Saunders, 1993, p. 56), donde el inversionista se adhiere al contrato de depósito pese a no haber participado de la negociación del contrato de depósito⁹. Este tipo de programas permite al emisor mantener mayor control sobre la negociación de los ADR toda vez que únicamente permiten la participación de un depositario (Lander, 1995, p. 905). Los gastos relacionados al depositario son asumidos, en parte o en su totalidad, por el emisor o los inversionistas (Lander, 1995, p. 905), dependiendo de lo negociado y establecido por ambos en el contrato de depósito¹⁰ (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, 2016, p. 6).

Los programas no patrocinados son aquellos donde no se cuenta con la cooperación del emisor (Saunders, 1993, p. 55) y en donde pueden intervenir más de un depositario, toda vez que el emisor no es parte del contrato de depósito, pues este se da entre inversionista y depositario (Lander, 1995, p. 906), esto da lugar a que el emisor no tenga control sobre la colocación y negociación de los ADR (Mendiola et al., 2014, p. 41). Los ADR son creados en función a la demanda de los inversionistas (Citibank, 2018, p. 11) y se negocian únicamente OTC (Lander, 1995, p. 906) y las comisiones que cobra el depositario son, generalmente, asumidas por el inversionista (Saunders, 1993, p. 905).

1.5.2. Niveles de programas de American Depositary Receipts. Los programas de ADR pueden ser de hasta cuatro niveles (Lander, 1995, p. 913).

Los programas de nivel I son aquellos donde no se capta nuevo capital, por lo que los ADR se emiten únicamente sobre acciones en circulación y se negocian OTC (oferta privada) (Yacsahuache, 2006, p. 49). Esto va alineado con el propósito de las emisiones de este nivel: obtener exposición en el mercado estadounidense (Yacsahuache, 2006, p. 49). Estas emisiones pueden ser patrocinadas como no patrocinadas (Citibank, 2018, p. 11) y tiene como beneficio la posibilidad de exonerarse de algunas obligaciones de reporte de información, así como no encontrarse obligada a homologar sus estados financieros con los US GAAP¹¹ (Citibank, 2018, p. 11).

Los programas de nivel II, al igual que los programas de nivel I, no permiten captar nuevo capital ni aumentos de capital, pero este solo puede ser patrocinado y deberá negociarse en mecanismos centralizados (bolsas de valores de EUA), es decir, se trata de ofertas públicas

⁹ Se trata de un contrato de adhesión en donde el inversionista, al invertir en ADR, acepta las condiciones y comisiones, por lo que en la práctica el cliente o acepta o no adquiere el ADR (Cárdenas, 1999, p. 21).

¹⁰ El contrato de depósito establece los derechos y responsabilidades de las partes, así como las comisiones que el depositario cobrará y la parte o las partes a las que le corresponde el pago de las comisiones (Saunders, 1993, p. 56).

¹¹ Los Generally Accepted Accounting Principles, también conocidos como US GAAP, son la norma que regula la presentación de estados financieros bajo los estándares de la Securities and Exchange Commission (J.P. Morgan, 2019).

(Clearly Gottlieb Steen & Hamilton, 2016, p. 4), lo cual implica que los emisores reporten más información y concilien sus estados financieros bajo los US GAAP (Mendiola et al., 2014, p. 42). Entre los beneficios se encuentran mayor liquidez e información para los inversionistas; no obstante, entre sus desventajas se encuentran la imposibilidad de incrementar capital y el mayor costo para el emisor respecto a un programa de nivel I (Pacheco, 2008, p. 18).

Los programas de nivel III cuentan con las mismas características que el nivel II, salvo que permiten aumentos de capital (Lander, 1995, p. 913). Además, los programas de nivel III permiten *follow-on offerings* (Citibank, 2018, p. 9), esto es, colocaciones posteriores.

Por último, los programas de nivel IV¹² son programas bajo la Rule 144 (a) que permite a los emisores aumentar capital, pero limitando la oferta de estos programas y la negociación de los ADR a los *Qualified Institutional Buyers*¹³ (Velli, 1993, p. 52). Este tipo de programas no requiere registro del emisor ante la SEC, conciliación de estados financieros bajo los US GAAP o el cumplimiento de las mismas obligaciones de información y reporte que los programas de nivel II y III (Mendiola et al., 2014, p. 43).

Tabla 3. Características de los diferentes niveles de programas de ADR

| | Nivel 1 | Nivel 2 | Nivel 3 | 144-A | GDR |
|-------------|-------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|---|------------------------|
| Mercado | <i>Over the counter</i> | <i>Stock exchange</i> | <i>Stock exchange</i> | <i>Stock exchange</i> | <i>Global Exchange</i> |
| Descripción | No listado. Sin oferta de acciones. | Listado. Sin oferta de acciones | Pero Listado. Sin oferta de acciones | Con No listado. Pero con oferta de acciones | Cualquier mercado |
| Registro | SEC | SEC | SEC | Ninguno | De acuerdo al mercado |

Nota. Recuperado de Mendiola et al., 2014, p. 48. Niveles de emisión de acciones en el exterior.

¹²Mendiola et al. (2014, p. 43) y Pacheco (2008, p. 19) denominan a este tipo de programas como nivel IV, mientras que Bonelli (1999, p. 102) y la literatura jurídica de EUA los denomina *Restricted ADR* o emisiones bajo la *Rule 144-A* (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, 2016, p. 3).

¹³Los *Qualified Institutional Buyers* son inversionistas más sofisticados, tales como bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros que la regulación de mercado de valores de EUA ha considerado que requiere menor protección y regulación debido a factores como su experiencia, conocimiento del mercado o la cantidad de activos administrados (Investopedia, 2019) y que administren cuanto menos cien millones de dólares de los EUA (Meyer Brown, 2007, p. 47).

1.6. Los American Depositary Receipts como *securities*. Bajo las normas que rigen a los ADR en EUA (las mismas que serán mencionadas más adelante), estos son considerados *securities*. La clasificación como *security* depende, principalmente, de la definición normativa (Bulnes, 2018, p. 42). La Securities Act of 1933 define *security* de la siguiente manera:

The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

Evidenciando que tanto los *receipts* como *shares* son *securities*. De otro lado, la Securities Exchange Act of 1934 define *securities* de la siguiente manera:

The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a “security”; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.

Por lo que, bajo ambas definiciones, los ADR son *securities*. No obstante, no es posible equiparar *securities* con títulos valores dado que el concepto de título valor concebido bajo el

Derecho Continental carece de una doctrina paralela en Derecho Anglosajón (Zegarra, 2016, p. 2).

1.7. American Depositary Receipts y American Depositary Shares. Si bien los términos ADR y ADS suelen utilizarse de manera indistinta (Securities and Exchange Commission, 2012, p. 1), la Securities Act of 1933 y la Securities Exchange Act of 1934 diferencia a los *certificate of deposit* de los *receipt*. De igual modo, los ADS son valores distintos a las acciones subyacentes (Saunders, 1993).

En la práctica, los ADS son la representación de las acciones subyacentes custodiadas por el banco custodio local, emitidos y custodiados por el banco depositario (Royston, 1985, p. 8) y sobre los que luego el banco depositario emitirá los ADR (Delgado, 2019, p. 9).

1.8. Los Global Depositary Receipts. Los Global Depositary Receipts (en adelante, GDR) son recibos de depósito, al igual que los ADR, a excepción que estos se realizan a través de una oferta global en más de un mercado de capitales (Citibank, 2018, p. 9). Si parte de la oferta es realizada en EUA, esta se encontrará sometida a la Regulation S y Rule 144A (Citibank, 2018, p. 9). Sobre los GDR, Mendiola et al. señalan lo siguiente (2014):

Los GDR son una variante de ADR que permite obtener, total o parcialmente, capital en mercados internacionales fuera de Estados Unidos; sin embargo, se cotizan, negocian y pagan dividendos en dólares estadounidenses. Están sujetos a los procedimientos de negociación y liquidación del mercado en el cual se están transando. La parte o tramo del programa de los GDR que se desarrolla dentro de Estados Unidos funciona de la misma manera en la que operan los programas para los ADR (p. 38).

El primer programa de GDR fue realizado por Samsung Co. Ltd., empresa tecnológica coreana, en diciembre de 1990 (Subramayan, 2004, p. 348). Citibank actuó como depositario (Mendiola et al., 2014, p. 38) y la oferta se realizó en los mercados de Londres a través del London Stock Exchange y en Luxemburgo a través del Luxembourg Stock Exchange (Samsung, 2019).

2. Principales normas que regulan los American Depositary Receipts

Los American Depositary Receipts (en adelante, ADR) se encuentran principalmente regulados por las siguientes normas en EUA:

- Securities Act of 1933: primera ley que regula la industria de valores en EUA. Algunas de las medidas previstas son el registro de los valores y publicación de información (J.P. Morgan, 2019).
- Securities Exchange Act of 1934: ley que crea la Securities and Exchange Commission (en adelante, SEC) y busca eliminar prácticas abusivas en la emisión de valores mediante

medidas como el registro de bolsas de valores e intermediarios y la negociación de los valores en las bolsas de valores (J.P. Morgan, 2019).

- Generally Accepted Accounting Principles - US GAAP: norma que regula la presentación de estados financieros bajo los estándares de SEC (J.P. Morgan, 2019).
- Regulation S: regulación de la SEC creada con la finalidad de excluir de algunos requerimientos del Securities Act of 1993 a las ofertas de valores hechas fuera de EUA por emisores de EUA u otros países (J.P. Morgan, 2019).
- Rule 144: norma creada por la SEC que establece las condiciones para la venta o reventa de valores restringidos, no registrados o controlados (Investopedia, 2019).
- Rule 144A: norma que establece las condiciones para captar capital a través de ofertas privadas dirigidas a Qualified Institutional Buyers (en adelante, QIB) y la negociación de estos (J.P. Morgan, 2019).
- Rule 12g3-2(b): norma que permite al emisor de ADR no reportar la totalidad de información periódica, siempre que el ADR se negocie OTC y no sea ofertado mediante oferta pública (J.P. Morgan, 2019).

3. Proceso de emisión de los American Depositary Receipts

Sin perjuicio de las particularidades de cada nivel y tipo de ADR, Mendiola et al. (2014, p. 40) establecen los siguientes pasos respecto al proceso de emisión:

- 1) El bróker o inversionista adquiere acciones de una determinada empresa en la bolsa de valores local.
- 2) Estas acciones se depositan en el banco custodio local.
- 3) El bróker o inversionista (en el caso de programa no auspiciado) solicita a un banco estadounidense (banco depositario) que emita los ADR.
- 4) Los ADR son emitidos por el banco depositario cuando la compañía extranjera (en el caso de un programa auspiciado) o el inversionista que mantiene acciones de esta los envía al banco custodio en el país de origen de la empresa.
- 5) El banco depositario emitirá en Estados Unidos los ADR al inversionista, y este podrá revenderlos en una bolsa de valores de dicho país, o en el mercado privado (OTC).

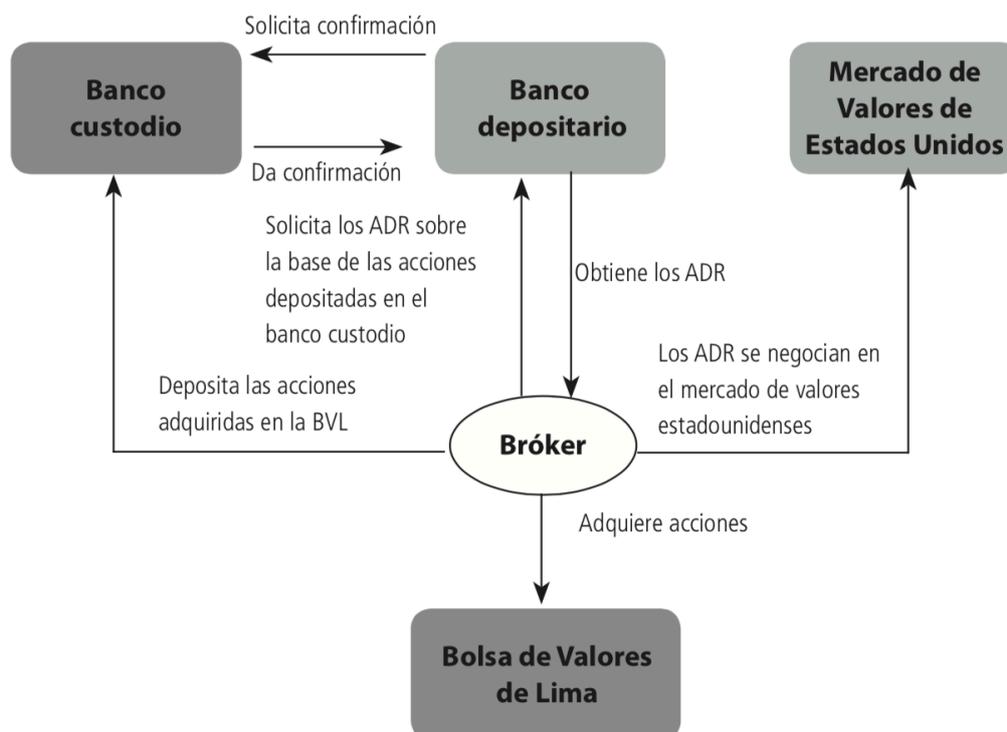


Ilustración 1. Proceso de emisión de los ADR. Mendiola et al., 2014, p. 40.

4. Los American Depositary Receipts en el Sistema Privado de Pensiones

En el SPP los ADR se encuentran dentro de la categoría de instrumentos representativos de derechos sobre títulos accionarios y permiten a las AFP realizar inversiones en compañías no domiciliadas en EUA a través de las diversas bolsas de valores de EUA.

Tal como se indicó, en cumplimiento del artículo 25 del TUO SPP, los fondos de pensiones no pueden invertir en valores que se negocian OTC, por lo que, a excepción de la autonomía de la política de inversiones de los fondos de pensiones, estos se encuentran impedidos de invertir en los programas de ADR nivel I y IV.



Capítulo III

Las comisiones del depositario en los American Depositary Receipts

1. Funciones y comisiones del depositario

1.1. Las funciones del depositario

1.1.1. *Las funciones del depositario según la doctrina.* Mendiola et al. (2014, p. 39) indica que es función del depositario la emisión de los ADR. No obstante, esta solo es parte de las funciones del depositario, ya que estas se extienden desde las coordinaciones para establecer la emisión hasta incluso después de realizada la emisión, por lo que abarcan una variedad de funciones tales como la consultoría respecto a la estructura de la emisión, hasta la prestación de otros servicios de valor agregado¹⁴ como la promoción del programa¹⁵ (Citibank, 2018, p. 8). Cabe precisar que esto no siempre ha sido así, en principio, como evidencia Moxley (1962), se limitaba a la existencia y continuidad del programa de ADR (p. 33).

Velli (1993, p. 56) señala que las actividades del depositario pueden dividirse, cuanto menos, en tres: *depository bank*, *transfer agent* y *administrator*. La primera de ellas comprende las coordinaciones con los diversos partícipes (brókeres, banco depositario local, custodio local, entre otros) para la emisión y cancelación de los ADS y ADR (Velli, 1993, p. 56), así como la custodia de los ADS (Royston, 1985, p. 8); la función de *transfer agent* comprende el registro, pago de dividendos, representación en derechos políticos, entre otros (Velli, 1993, p. 56); y, finalmente, la función de *administrator* comprende la asesoría antes, durante y después de la emisión, así como la promoción del programa y proporcionar información sobre la emisión al emisor (Velli, 1993, p. 56).

Sin perjuicio de las tres funciones establecidas por Velli (1993, p. 56), el Form 20-F clasifica las comisiones del depositario en función a las labores que este ejerce, de esta manera identifica las siguientes categorías de comisiones según las funciones ejercidas (J.P. Morgan, 2009, p. 2):

- *Depositing or substituting the underlying shares*: servicios de depósito de los ADS, así como la emisión de nuevos ADR producto de *splits*, *reverse splits*, distribución de dividendos en acciones (*share distributions*), así como cualquier intercambio o distribución que pueda afectar los ADS o acciones subyacentes.
- *Receiving or distributing dividends*: distribución de dividendos.

¹⁴ Algunas pueden ser coordinaciones con bancos y abogados, promoción del programa, asistencia contable, entre otros (Citibank, 2018, p. 8).

¹⁵ Tal como señala Royston (1985), el depositario incluso puede asumir las funciones del *underwriter* (p. 105).

- *Selling or exercising rights*: distribución o venta de las acciones subyacentes.
- *Withdrawing an underlying security*: entrega de acciones subyacentes a cambio de los ADR.
- *Transferring, splitting or grouping receipts*: transferencia, combinación o agrupamiento de ADR.
- *General depositary services, particularly those charged on an annual basis*: otros servicios prestados por el depositario para la administración de los ADR, así como proveer de información sobre los cobros que este realiza contra los dividendos a entregar.

Las funciones que cumple el depositario, y los servicios en los que se materializa, evidencian su papel esencial para la emisión y existencia de los ADR, pues sin el depositario de la emisión no sería posible la existencia de los ADR. Además, la existencia de un depositario es un requisito impuesto en el Listed Company Manual de la NYSE, esto es, el manual al que se someten las compañías cuyos valores negocian en NYSE (NYSE, 2020).

1.1.2. Cambios regulatorios a las comisiones del depositario en Estados Unidos de América. Inicialmente los depositarios de emisiones patrocinadas de ADR se encontraban imposibilitados de cobrar cualquier comisión por sus servicios, así lo establecía el Listed Company Manual, esto se sustentaba en que la mayoría de los ingresos del depositario provenían de la intermediación en ambos mercados (Securities and Exchange Commission, 2006, p. 6). No obstante, en el año 2006 se levantó dicha imposibilidad bajo los siguientes argumentos (Securities and Exchange Commission, 2006, p. 6):

- Las condiciones de mercado habían cambiado, toda vez que muchos emisores extranjeros negociaban directamente en EUA.
- No existía este tipo de limitaciones en otros mercados.
- Las comisiones se mantendrían transparentes toda vez que se mantenían establecidas en el contrato de depósito y se reflejaban en el Form F-6.

Posteriormente, en el año 2008, se modificó el Form 20-F con la finalidad de hacer públicos y de manera periódica (anual), las comisiones que cobra el depositario por sus funciones, además de establecer las categorías para estas, tal como se indicó anteriormente (J.P. Morgan, 2009, p. 2).

1.1.3. Las funciones del depositario bajo las normas del Sistema Privado de Pensiones. En el marco de las normas del SPP, el Título VI no contiene una definición de depositario; no obstante, el artículo 2 del RIE define instituciones depositarias de la siguiente manera:

Instituciones autorizadas por las autoridades reguladoras de los mercados de valores y/o financieros para prestar los servicios de depósito centralizado de instrumentos u operaciones de inversión emitidos mediante anotaciones en cuenta; las actividades de guarda física de instrumentos u operaciones de inversión; la compensación y liquidación de transacciones; y el cobro y pago de los beneficios, a una escala que involucre una porción importante de los activos en circulación en los mercados de valores.

Por lo que, bajo las normas del SPP, es posible identificar las siguientes funciones: i) depósito centralizado, ii) guarda física, iii) compensación y liquidación, iv) cobro y pago de beneficios.

1.1.4. Diferencia entre depositario y custodio. Si bien se suele usar indistintamente el término custodio y depositario, ambos cuentan con diferentes responsabilidades y deberes (Deloitte, 2019, p. 7).

Bajo los programas de ADR, el banco custodio se encarga de salvaguardar la existencia de las acciones subyacentes, mientras que el banco depositario cuenta con las funciones señaladas en los numerales anteriores alineados a la existencia y continuidad del programa de ADR (Moxley, 1962, p. 33), así como la custodia de los ADS (Royston, 1985, p. 8).

Bajo la estructura de las inversiones de los fondos de pensiones en ADR, no solo se encuentra el custodio local de las acciones subyacentes y el depositario que custodia los ADS, sino que además surge un custodio de los activos de los fondos de pensiones elegido por la AFP, el mismo cuya contratación es una obligación de la AFP en el marco del artículo 81 del Reglamento del TUO SPP y el Capítulo VIII del Título VI.

Es necesario precisar que, bajo los programas de ADR, el titular de las acciones subyacentes de los ADR no es el titular de los ADS, sino el banco depositario (Delgado, 2019, p. 9)¹⁶.

Sin perjuicio de lo mencionado, la figura del depositario y custodio bajo la normativa peruana será analizada a continuación.

1.2. Las comisiones del depositario. En función a los diversos servicios prestados, el depositario recibe una o varias comisiones, las mismas que, en las emisiones patrocinadas, pueden ser pagadas por el emisor o los tenedores de ADR según se haya negociado y plasmado en el contrato de depósito firmado por el emisor y depositario (Cleary Gottlieb

¹⁶ Esto se debe a la diferencia entre *registered ownership* y *beneficial ownership* (Securities and Exchange Commission, 2012). Los primeros son aquellos que directamente figuran como titulares de una acción, mientras que los segundos son los propietarios indirectos de acciones a través de intermediarios, bancos o custodios (J.P. Morgan, 2014, p. 10). Si bien económicamente no existen diferencias, pues no repercute sobre el valor de los *securities* o los derechos económicos de estos, sí existe una diferencia en la forma en que cada uno de ellos ejerce sus derechos políticos (Securities and Exchange Commission, 2012).

Steen & Hamilton, 2016, p. 5). Algunas de estas comisiones son: *Issuance Fee*, *Cancellation Fee*, *Dividend Payment Fee*, *Withdrawal Fee* y *Depository Fee (Depository Service Fee)* (Lander, 1995, p. 905), las mismas que se encuentran relacionadas con las funciones establecidas en el Form 20-F, como se indicó anteriormente.

2. Consideraciones sobre las comisiones del depositario en la regulación del Sistema Privado de Pensiones

Si bien las comisiones que percibe el depositario deben, según el artículo 123 del Título VI, ser asumidas por las AFP (en la medida que se trate de comisiones que corresponde ser pagadas por el inversionista en función al *Depository Agreement*), es necesario realizar un análisis integral de la normativa peruana sobre las funciones del depositario y las comisiones que este percibe en el marco del SPP.

2.1. Las funciones del depositario son esenciales para la existencia del American Depository Receipt. Tal como se ha indicado, las funciones del depositario (*depository bank*, *transfer agent* y *administrator*) (Velli, 1993, p. 56) resultan necesarias para la existencia del ADR y así lo ha determinado la doctrina (Moxley, 1962, p. 33). Además, la participación de un depositario en el programa de ADR es un requisito bajo el Listed Company Manual de NYSE (NYSE, 2020).

Dicho esto, el papel esencial del depositario en la existencia de los programas de ADR permite comparar su participación con la de un *trustee* en un *trust* según el derecho anglosajón.

Gámez y Cuñado (2014, p. 20) definen al *trust* de la siguiente manera:

Trust es un instrumento legal, propio de los países del *Common Law*, utilizado fundamentalmente para la transmisión de bienes o derechos de una persona (*settlor*) a otra (el *trustee*) con el fin de que esta última los administre en su nombre y en beneficio de un tercero o terceros (*beneficiary*). También podemos definir el *Trust* como el conjunto de bienes que constituyen un patrimonio afecto a un fin determinado por la voluntad de la persona que lo constituye.

Asimismo, Gámez y Cuñado (2014, p. 23) definen al *trustee* de la siguiente manera:

El administrador a cuyo cargo se encomienda la propiedad o los activos para que este los administre en beneficio de otro. La definición en inglés es muy reveladora: *a person who holds property on trust* (es decir, la persona que mantiene los bienes «en confianza»). Pero no es solo un mero mandatario, también se le considera titular (*legal owner*) de los bienes que administra.

De esta manera se evidencia que, dadas las funciones que cumple el *trustee* en el *trust* (depositario, dado que se le encomienda los bienes que componen el *trust*; *transfer agent*, dado que realiza la entrega de beneficios; y administración) y la necesidad de contar con un *trustee* para constituir un *trust*, son figuras comparables que evidencian la esencialidad de estos (depositario y *trustee*) en los ADR y *trusts*, respectivamente.

Dicho esto, los instrumentos representativos de activos titulizados emitidos por fideicomisos (*trust*, según el derecho anglosajón), y que por tanto cuentan con la participación de fiduciarios (*trustees*), cuentan con normas específicas respecto a los gastos y comisiones incluidos en la estructura de estos establecidas en el artículo 130 del Título VI, el mismo que no prohíbe que los gastos y comisiones sean cargados a los fondos de pensiones, sino que estos deben ser evaluados por la AFP para determinar si corresponden o no a la estructura de costos del instrumento, por lo que no se evidencian barreras para asimilar dichas disposiciones a las de los ADR en los que los fondos de pensiones invierten y por lo que las comisiones del depositario deben considerarse dentro de la estructura de los ADR.

2.2. Las comisiones a cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones son aquellas relativas a la tenencia del American Depositary Receipt y no los subyacentes. El artículo 123 del Título VI hace referencia a la tenencia de instrumentos por parte de los fondos de pensiones, siendo el ADR el instrumento adquirido por los fondos de pensiones y que, como se ha indicado, es distinto al ADS y las acciones subyacentes.

En ese sentido, las comisiones relacionadas al servicio de depósito de los ADS y las acciones subyacentes (*depositing or substituting the underlying shares*) se encontrarían, en principio¹⁷, fuera del alcance del mencionado artículo en cuanto no se trata del instrumento adquirido por los fondos de pensiones, sino a los subyacentes de estos.

2.3. El depositario en el Sistema Privado de Pensiones coincide con la figura de depositario de los sistemas financiero y de seguros también supervisados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, asimismo coincide parcialmente con la figura de custodio de los sistemas financiero y de seguros, mas no coincide en su totalidad con las funciones de depositario según la doctrina. La única definición de depositario en el SPP se encuentra en el RIE que en su artículo 2 define instituciones depositarias de la siguiente manera:

Instituciones autorizadas por las autoridades reguladoras de los mercados de valores y/o financieros para prestar los servicios de depósito centralizado de instrumentos u

¹⁷ Esto se debe a que dichas comisiones quedarían comprendidas en el inciso e) del artículo 127 del Título VI y, por tanto, correspondería que sean asumidas por las AFP.

operaciones de inversión emitidos mediante anotaciones en cuenta; las actividades de guarda física de instrumentos u operaciones de inversión; la compensación y liquidación de transacciones; y el cobro y pago de los beneficios, a una escala que involucre una porción importante de los activos en circulación en los mercados de valores.

Esta definición es idéntica a la establecida en el Reglamento de clasificación y valorización de las inversiones de las empresas del sistema financiero (en adelante, RCVIESF), aprobado mediante Resolución SBS N° 7033-2012, y en el Reglamento de clasificación y valorización de las inversiones de las empresas de seguro (en adelante, RCVISS), aprobado mediante Resolución SBS N° 7034-2012.

Asimismo, las funciones de las instituciones depositarias coinciden, parcialmente, con las funciones de las instituciones de custodia. Toda vez que tanto el RCVIESF y RCVISS definen instituciones de custodia como “instituciones debidamente autorizadas por las autoridades reguladoras de los mercados financieros y/o de valores para prestar el servicio de custodia”, las mismas normas definen custodia de la siguiente manera:

Servicio prestado por instituciones especializadas que incluye la guarda física, la correcta asignación de instrumentos de inversión, la verificación de las liquidaciones y compensaciones, “settlement”, el cobro de beneficios, la valorización de los referidos instrumentos en custodia, el pago de impuestos y otros vinculados con estos servicios.

Por tanto, se evidencia que las funciones del depositario, bajo la doctrina y las leyes de EUA, no coinciden en su totalidad con la prevista en las normas del SPP y, además, que las funciones de institución depositarias e instituciones de custodia son similares en los sistemas regulados por la SBS.

Tabla 4. Comparativo entre las funciones del depositario y custodio según la doctrina, Form 20-F y normas de la SBS para el SPP y sistema financiero

| Funciones del depositario según la doctrina | Funciones del depositario según el Form 20-F | Funciones de las instituciones de depósito según RCVIESF y RCVIESS | Funciones de las instituciones de custodia según RCVIESF y RCVIESS |
|---|--|---|--|
| <i>Depository bank</i> | <i>Depositing or substituting the underlying shares</i> <i>Withdrawing an underlying security</i> <i>General depositary services particularly those charged on an annual basis</i> | Depósito centralizado Guarda física | Guarda física |
| <i>Transfer agent</i> | <i>Receiving or distributing dividends</i> <i>Selling or exercising rights</i> <i>Transferring, splitting or grouping receipts</i> | Cobro y pago de los beneficios Compensación y liquidación de transacciones | Cobro de beneficios Asignación de instrumentos de inversión Verificación de las liquidaciones y compensaciones Settlement |
| <i>Administrator</i> | | | Valorización de los referidos instrumentos en custodia Pago de impuestos |

Nota. Recuperado de Velli (1993), Securities and Exchange Commission (2019), Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2019). Elaboración propia.

2.4. No todas las comisiones del banco depositario se encuentran contempladas como de cargo de las AFP en el marco del artículo 127 del Título VI. El artículo 127 del Título VI indica que son de cargo de las AFP los costos de intermediación, costos de negociación de fondos mutuos y fondos de inversión, costos del mecanismo de negociación y reguladores, costos cargados al precio del instrumento u operación de inversión por negociación en mercados diferentes, costos de conversión y cualquier otro costo, gasto o comisión pagado a

los intermediarios por concepto de la negociación de los instrumentos u operaciones de inversión.

Respecto a los costos de intermediación, se debe tener en cuenta la definición de intermediación definida en el artículo 6 del Texto Único Ordenado de la ley del Mercado de Valores¹⁸ aprobado mediante Decreto Supremo N° 093-2002-EF (en adelante, TUO LMV) la cual es la siguiente:

Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio.

Por tanto, en primer lugar, bajo las funciones del depositario descritas anteriormente, solo las comisiones relacionadas a *selling rights* y *transferring receipts* se encuentran dentro del alcance de intermediación previsto en el TUO LMV al tratarse de una negociación.

En segundo lugar, dado que los ADR son instrumentos representativos de derechos sobre títulos accionarios, las comisiones pagadas al depositario no corresponden a costos de negociación de fondos mutuos y fondos de inversión.

En tercer lugar, no se trata de costos del mecanismo de negociación (mecanismos centralizados u OTC) y reguladores (SEC, SMV u otra entidad reguladora que supervise al emisor), sino del propio instrumento de inversión (ADR).

En cuarto lugar, no se trata de una comisión por negociación en mercados diferentes, pues el ADR es emitido y negociado en EUA.

En quinto lugar, respecto a los costos de conversión, estos son, de acuerdo con el artículo 127 del Título VI, “los costos, gastos y comisiones pagados para disponer de las acciones de los valores representativos de derechos sobre acciones en depósito inscritos en bolsas de valores”. Por tanto, si bien anteriormente se señaló que en principio las comisiones relacionadas a las funciones de *depositting or substituting the underlying shares* y *withdrawing an underlying security* del depositario podrían ser asumidas por los fondos de pensiones, corresponde entender, bajo una interpretación integral de las normas, que este tipo de comisiones sí son de cargo de las AFP y se encuentran explícitamente comprendidos dentro del Título VI. Cabe precisar que no es posible considerar bajo esta categoría a las comisiones relacionadas con las funciones de *splitting or grouping receipts* toda vez que no se

¹⁸ Cabe señalar que no existe una definición de intermediación en las normas del SPP u otras normas emitidas por la SBS.

trata de disposiciones al ser acciones basadas en decisiones del emisor (Corporate Finance Institute, 2019) y no de los inversionistas.

Por último, respecto a cualquier otro costo, gasto o comisión pagado a los intermediarios por concepto de la negociación de los instrumentos u operaciones de inversión, el SPP, al igual que no prevé la definición de intermediación, tampoco prevé la de intermediarios. No obstante, el RCVIESF prevé la siguiente definición de intermediarios:

Instituciones debidamente autorizadas por las autoridades reguladoras de los mercados de valores y/o financieros para prestar el servicio de intermediación de instrumentos de inversión por cuenta propia o de terceros, en virtud al cumplimiento de los respectivos requisitos de inscripción en los registros correspondientes y de los requerimientos de capital mínimo respectivos.

Por lo que se evidencia que, al igual que el primer supuesto, los servicios del depositario no coinciden con los de intermediarios.

Por tanto, considerando tanto la clasificación de las funciones según la doctrina y el Form 20-F de la SEC, así como las coincidencias de estas con las previstas en las normas peruanas analizadas en el numeral anterior y considerando las normas sobre comisiones de cargo de las AFP, serán de cargo de la AFP aquellas comisiones relacionadas a las funciones de *transferring receipts, selling rights depositing or substituting the underlying shares y withdrawing an underlying security*. De otro lado, las comisiones relacionadas a *splitting or grouping receipts*¹⁹ y *exercising rights*, así como aquellas relacionadas a *receiving or distributing dividends* quedarían a cargo de los fondos de pensiones, mientras que aquellas vinculadas a *general depositary services* y otras relacionadas a los servicios de *administrator* del depositario deberían estar sujetos a evaluación, toda vez que, dependiendo del servicio en específico, podrían encontrarse contempladas bajo alguna de las funciones previstas dentro de las normas del SPP y, además, deberán cumplir con las disposiciones de los artículos 79 del Reglamento del TUO SPP y el artículo 123 del Título VI.

2.5. Las comisiones relacionadas a las funciones de *splitting or grouping receipts, exercising rights y receiving or distributing dividends* cumplen con los requisitos establecidos en el artículo 79 del Reglamento del TUO SPP y los artículos 123 y 126 del Título VI. Tal como se indicó anteriormente, las AFP deben asegurarse de que los gastos y comisiones generados por las inversiones que, dada su naturaleza, deban ser asumidas por los

¹⁹ Es necesario excluir de esta clasificación de comisiones al *transferring*, toda vez que se contemplaría como negociación.

fondos de pensiones se minimicen, sean razonables y competitivos, garanticen la mejor ejecución de las operaciones y busquen el beneficio exclusivo de los fondos de pensiones.

En ese sentido, en el caso de los ADR, las comisiones relacionadas a *splitting or grouping receipts, exercising rights* y *receiving or distributing dividends* corresponde que sean asumidos por los fondos de pensiones toda vez que, al momento de la emisión del ADR, estas ya se encuentran establecidas y, además, en el primero de ellos, estos no dependen de la decisión del tenedor de los ADR y, en las demás comisiones, estas son necesarios para el ejercicio de los derechos del tenedor de los ADR. Además, como se indicó anteriormente, la participación del depositario no solo es necesaria para la existencia del programa de ADR, sino también un requerimiento normativo en NYSE. Por tanto, se evidencia su carácter esencial para el ADR.

Respecto a que las comisiones sean minimizadas, razonables y competitivas, estas no resultan aplicables, toda vez que su esencialidad y la no participación de la AFP o cualquier otro inversionista en las negociaciones con el depositario, dan lugar a la adhesión a los inversionistas a las comisiones y términos establecidos en los contratos de depósito.

Sobre la mejor ejecución y beneficio exclusivo de los fondos de pensiones, dado el carácter esencial del depositario en la existencia del ADR, se demuestra la mejor ejecución de las operaciones en beneficio exclusivo de los fondos de pensiones toda vez que solo son posibles con la participación del depositario y, respecto a los dividendos, toda vez que estos benefician exclusivamente a los fondos de pensiones.

Además, ambas comisiones deberán cumplir con los lineamientos del artículo 126 del Título VI, el cual señala lo siguiente:

Artículo 126.- Las AFP deberán asegurarse que los costos, gastos y comisiones que sean incorporados en los instrumentos u operaciones de inversión en los cuales se inviertan los recursos de las Carteras Administradas cumplan con los siguientes lineamientos:

- a) Que la estructura de los costos, gastos y comisiones de los instrumentos u operaciones de inversión maximice el retorno ajustado por riesgo.
- b) Que exista una revelación total de todos los costos, gastos y comisiones incorporados en los instrumentos u operaciones de inversión.
- c) Que los costos, gastos y comisiones estén denominados de manera apropiada.
- d) Que los costos, gastos y comisiones correspondan a servicios efectivamente prestados para la constitución de los instrumentos u operaciones de inversión.
- e) Que los costos, gastos y comisiones sean razonables y competitivos.

f) Que los costos, gastos y comisiones que se hayan requerido para la constitución de los instrumentos u operaciones de inversión correspondan a la mejor ejecución de las transacciones.

g) Que los cargos por concepto de servicios adicionales sean explícitamente revelados y separados en la estructura de costos, gastos y comisiones de los instrumentos u operaciones de inversión.

h) Que el análisis de la estructura de costos, gastos y comisiones esté debidamente sustentado.

En ese sentido, corresponde analizar cada uno de estos lineamientos. El primero de ellos, tal como se indicó anteriormente, se cumple toda vez que las funciones mencionadas solo pueden ser ejercidas por el depositario y la inversión en ADR, y los beneficios que esta inversión tiene, requieren de la participación del depositario. Por tanto, se cumple con los incisos a) y f) del Título VI.

Respecto a la revelación de comisiones, la presentación del Form F-6 al inicio del programa y el Form 20-F durante la vigencia del programa garantizan la revelación de las comisiones, al igual que la clasificación y denominación de estas, por lo que también se cumple con los incisos c) y g) del artículo 126 del Título VI.

Los incisos e) y h) del artículo 126 no resultan aplicables toda vez que, salvo en los programas de ADR nivel I y IV, en los que las AFP no pueden invertir²⁰, los gastos y comisiones no son negociados o establecidos por el inversionista, sino que este se adhiere a los términos establecidos en el contrato de depósito y la distribución en el cargo de las comisiones establecidos en este (Lander, 1995, p. 905).

Por último, respecto a la mejor ejecución, esta ya ha sido mencionada respecto al artículo 123 del Título VI. Por tanto, se evidencia que, en lo aplicable, las comisiones del depositario cumplen con los lineamientos de diligencia mencionados en el artículo 123 del Título VI.

En relación con las comisiones del depositario provenientes de las funciones de *general depositary services* y otras relacionadas a los servicios de *administrator*, para que estas sean asumidas o no por los fondos de pensiones corresponderá un análisis bajo cada uno de los requisitos normativos anteriormente mencionados y con especial foco en las labores específicas por las que el depositario cobra dichas comisiones.

²⁰ Salvo a través del uno por ciento bajo autonomía de las políticas de inversión.

3. Conflicto de agencia

La teoría de agencia es propuesta por Jensen y Meckling (1976) y es conceptualizada por Mackenzie et. Al (2013) de la siguiente manera: “agente es una persona que actúa en nombre de otra, llamada principal” (p. 55). En esta relación, si bien el principal contrata al agente, ambos buscan maximizar sus utilidades, por lo que el agente no siempre actúa buscando lo mejor para el principal, lo cual, junto a otros requerimientos, dan lugar a un conflicto de agencia (Mackeznie et. Al, 2013, p. 55).

En el SPP nos encontramos frente a una relación de agencia en la que los afiliados son los principales y las AFP son los agentes (Valdivia, 2017, p. 96). En ese sentido, también corresponde indicar que en esta relación podría existir asimetría de información, intereses propios, conflictos de interés, racionalidad limitada y diferente actitud frente al riesgo, lo que daría lugar a la existencia de un problema de agencia (Valdivia, 2017, p. 96).

En ese sentido, las AFP podrían buscar mejorar su rentabilidad (interés de sus accionistas) antes que la rentabilidad del afiliado, dado que la comisión de administración se percibe independientemente de las ganancias que perciban los fondos de pensiones (Valdivia, 2017, p. 102).

Si bien frente a la posibilidad de que surja este tipo de conflictos la SBS ha previsto una serie de medidas (encaje, prácticas de buen gobierno corporativo, gestión de riesgos, prohibiciones a determinados tipos de transacciones, requerimientos sobre la conducta ética y la capacidad profesional de las personas que participan en el proceso de inversión de las AFP, entre otras), que las comisiones del depositario sean de cargo de las AFP podría desincentivar que las AFP inviertan los fondos de pensiones en ADR y buscar alternativas menos convenientes para el portafolio de cada fondo de pensiones cuya adquisición no implique mayores costos para la AFP.

Capítulo IV

Procedimiento administrativo sancionador

Al margen de que el presente estudio gire en torno a la determinación de la naturaleza de las comisiones de los depositarios en el marco de las normas del SPP, resultan pertinente analizar aspectos básicos de un procedimiento administrativo sancionador que tendría como actores a la administración pública y al administrado, en este caso SBS y AFP, respectivamente, a la luz del Reglamento de Sanciones aprobado mediante Resolución SBS N° 816-2005 (en adelante, Reglamento de Sanciones) y el Reglamento de Infracciones y Sanciones aprobado mediante Resolución SBS N° 2755-2018 (en adelante, Reglamento de Infracciones y Sanciones), así como el Texto Único Ordenado de la Ley N° 27444 - Ley del Procedimiento Administrativo General aprobado mediante Decreto Supremo N° 004-2019-JUS (en adelante, LPAG).

1. Infracción

Toda vez que en 2018 fue publicado el Reglamento de Infracciones y Sanciones y no habiendo transcurrido más de cuatro años desde dicha publicación para el planteamiento de prescripción de acuerdo con el artículo 233 de la LPAG, es necesario identificar las posibles infracciones y sanciones bajo ambas normas en función del principio de irretroactividad previsto en el numeral 5 del artículo 248 de la LPAG.

1.1. Reglamento de sanciones. El Reglamento de Sanciones, derogado tras la publicación del Reglamento de Infracciones y Sanciones, contempla como infracción grave en el numeral 71 de la Sección II del Anexo 4, “pagar con cargo a los recursos de uno o más de los Fondos los gastos y/o comisiones que se generen por la negociación de los instrumentos de inversión adquiridos para uno o más de los Fondos”.

En ese sentido, el TUO SPP, Reglamento TUO SPP, Título VI y RIE no prevén una definición de negociación. No obstante, el RCVIESF equipara en el artículo 23 denominado “negociación” con la realización de la transacción, lo cual va desde la orden de compra o venta de valores y la liquidación (pago) de la transacción. Asimismo, los lineamientos para la categorización y registro de los eventos de pérdida por riesgo operacional, relacionan la negociación con las operaciones de tesorería; compra y venta de títulos, monedas y *commodities*; emisión de instrumentos representativos de deuda o capital; posiciones en monedas extranjeras; posiciones en *commodities*; productos financieros derivados; entre otros.

Adicionalmente, el artículo 127 del Título VI identifica como costos de negociación e intermediación a los costos de intermediación, negociación de fondos mutuos y de inversión, mecanismos de negociación y reguladores, conversión y otros (cualquier otro costo, gasto o

comisión pagado a los intermediarios por concepto de la negociación de los instrumentos u operaciones de inversión).

Dicho esto, esta infracción no alcanzaría a la totalidad de comisiones cobradas por el depositario, toda vez que estas van más allá de la negociación, salvo por las comisiones vinculadas a las funciones de *transferring receipts* o *selling rights* del depositario.

1.2. Reglamento de infracciones y sanciones. Respecto al Reglamento de Infracciones y Sanciones, el mismo que fue publicado el 17 de julio de 2018 y que entró en vigencia el 18 de julio de 2018, este prevé como infracción muy grave en el numeral 25 de la sección III del Anexo 4 el “atribuir a las carteras administradas costos, gastos y comisiones que no cumplan con las disposiciones establecidas por el marco normativo vigente”.

En ese sentido, para la aplicación de esta infracción no solo es necesario que la infracción haya sido realizada de manera posterior al 17 de julio de 2018, sino también que las comisiones cargadas a los fondos de pensiones no cumplan con las disposiciones establecidas, para lo cual deberá tenerse en cuenta las consideraciones señaladas en el numeral 2 del Capítulo III del presente estudio.

Sin embargo, como será expuesto más adelante, esto da lugar a una vulneración al principio de tipicidad.

2. Principios del procedimiento administrativo sancionador

La LPAG reconoce en su artículo 248, adicionalmente a los principios que guían el procedimiento administrativo, los siguientes principios que rigen la potestad sancionadora: legalidad, debido procedimiento, razonabilidad, tipicidad, irretroactividad, concurso de infracciones, continuación de infracciones, casualidad, presunción de licitud, culpabilidad y non bis in idem. Estos principios han sido además reconocidos por el Tribunal Constitucional mediante la sentencia recaída sobre el Expediente N° 2050-2002-AA/TC²¹.

Dicho esto, los principios de tipicidad, irretroactividad y culpabilidad toman protagonismo en cuanto a los argumentos a utilizar por una AFP ante un eventual procedimiento sancionador.

²¹ Sobre el particular, es necesario precisar que los principios de culpabilidad, legalidad, tipicidad, entre otros, constituyen principios básicos del derecho sancionador, que no solo se aplican en el ámbito del derecho penal, sino también en el del derecho administrativo sancionador, el cual incluye, naturalmente, al ejercicio de potestades disciplinarias en el ámbito castrense. Una de esas garantías es, sin lugar a dudas, que las faltas y sanciones de orden disciplinario deban estar previamente tipificadas y señaladas en la ley.

2.1. Tipicidad. El principio de tipicidad se encuentra incorporado en el principio de legalidad²², toda vez que se trata de su vertiente material de alcance absoluto²³. Gómez y Sanz (2013, p. 159) señalan que este principio consiste “en la exigencia de que tanto los comportamientos prohibidos, o preceptuados, como las sanciones a imponer, sean descritos clara e inequívocamente, de forma que no se genere inseguridad jurídica”²⁴, agrega que ello se fundamenta “en que la reserva de la ley solo puede desarrollar toda su eficacia cuando la voluntad del órgano representante del pueblo se expresa tan claramente que excluye una decisión subjetiva y arbitraria”. El artículo 248 de la LPAG señala lo siguiente:

Tipicidad.- Solo constituyen conductas sancionables administrativamente las infracciones previstas expresamente en normas con rango de ley mediante su tipificación como tales, sin admitir interpretación extensiva o analogía. Las disposiciones reglamentarias de desarrollo pueden especificar o graduar aquellas dirigidas a identificar las conductas o determinar sanciones, sin constituir nuevas conductas sancionables a las previstas legalmente, salvo los casos en que la ley o Decreto Legislativo permita tipificar infracciones por norma reglamentaria.

A través de la tipificación de infracciones no se puede imponer a los administrados el cumplimiento de obligaciones que no estén previstas previamente en una norma legal o reglamentaria, según corresponda.

En la configuración de los regímenes sancionadores se evita la tipificación de infracciones con idéntico supuesto de hecho e idéntico fundamento respecto de aquellos delitos o faltas ya establecidos en las leyes penales o respecto de aquellas infracciones ya tipificadas en otras normas administrativas sancionadoras.

García de Enterría y Fernández (1999, p. 172) señalan, además, lo siguiente respecto a este principio:

La tipicidad es, pues, la descripción legal de una conducta específica a la que se conectará una sanción administrativa. La especificidad de la conducta a tipificar viene de una doble exigencia: del principio general de libertad, sobre el que se organiza todo el Estado de Derecho, que impone que las conductas sancionables sean excepción a esa libertad y, por tanto, exactamente delimitadas, sin ninguna indeterminación; y, en segundo término, a la

²² El Tribunal Constitucional, en la sentencia recaída sobre el Expediente N° 2192-2004-AA/TC, señala que el principio de tipicidad es también conocido como principio de taxatividad y es un subprincipio del principio de legalidad.

²³ Así fue reconocido por el Tribunal Constitucional español en la Sentencia N° 93/1992. “... el principio de legalidad no somete el ordenamiento sancionador administrativo solamente a una reserva de Ley. Conlleva igualmente una garantía de orden material y de alcance absoluto, que se traduce en la imperativa exigencia de predeterminación normativa de las conductas ilícitas y de las sanciones correspondientes”.

²⁴ En igual sentido se ha pronunciado el Tribunal Constitucional español a través de la Sentencia N° 218-2005.

correlativa exigencia de la seguridad jurídica, que no se cumpliría si la descripción de lo sancionable no permitiese un grado de certeza suficiente para que los ciudadanos puedan predecir las consecuencias de sus actos.

De esta manera, se evidencia que lo esencial del principio de tipicidad es la adecuada definición y delimitación de la conducta infractora. En ese sentido, el Tribunal Constitucional, a través de la Sentencia recaída en el Expediente N° 2192-2004-AA/TC, ha establecido que “las prohibiciones que definen sanciones, sean estas penales o administrativas, estén redactadas con un nivel de precisión suficiente que permita a cualquier ciudadano de formación básica, comprender sin dificultad lo que se está proscribiendo”. La misma sentencia califica como disposiciones genéricas aquellas conductas infractoras que requieren desarrollo de reglamentos normativos que permitan delimitar el ámbito de actuación de la potestad sancionadora debido al grado de indeterminación e imprecisión de las mismas.

Por lo que la infracción prevista en el numeral 25 de la sección III del Anexo 4 del Reglamento de Infracciones y Sanciones, “atribuir a las carteras administradas costos, gastos y comisiones que no cumplan con las disposiciones establecidas por el marco normativo vigente”, evidencia no solo una redacción imprecisa al no señalar qué es lo que se está prohibiendo (las “disposiciones establecidas”), sino también que se trataría de una disposición genérica dado el grado de indeterminación e imprecisión y, por tanto, inconstitucionales al contravenir el artículo 2, inciso 24 del literal d) de la Constitución que plasma el principio de legalidad formal (tipicidad) (Baca, 2015, p.29) y que además refleja el uso de la técnica de la norma penal en blanco. En ese sentido, la infracción prevista en el Reglamento de Infracciones y Sanciones requeriría precisar a qué disposiciones hace referencia.

2.2. Irretroactividad. La irretroactividad es “la prohibición de aplicar disposiciones sancionatorias a hechos acaecidos con anterioridad a su entrada en vigor” (Gómez y Sanz, 2013, p. 182) y se fundamenta en los principios de legalidad (por tratarse de una garantía para el administrado), proporcionalidad y culpabilidad (Gómez y Sanz, 2013, p. 182). En ese sentido, el artículo 248 de la LPAG señala lo siguiente:

Irretroactividad.- Son aplicables las disposiciones sancionadoras vigentes en el momento de incurrir el administrado en la conducta a sancionar, salvo que las posteriores le sean más favorables.

Las disposiciones sancionadoras producen efecto retroactivo en cuanto favorecen al presunto infractor o al infractor, tanto en lo referido a la tipificación de la infracción como a la sanción y a sus plazos de prescripción, incluso respecto de las sanciones en ejecución al entrar en vigor la nueva disposición.

Este principio tiene dos elementos, el primero de ellos es la irretroactividad bajo la cual “solo pueden castigarse como infractoras las conductas que al momento de realizarse ya estuvieran previstas como infractoras” (Baca, 2016, p. 28) y, el segundo, la retroactividad de la norma más favorable (Baca, 2015, p. 29).

En ese sentido, corresponde señalar que frente a las infracciones previstas en el Reglamento de Sanciones y el Reglamento de Infracciones y Sanciones anteriormente señaladas no cabe la aplicación de retroactividad de la norma más favorable por tratarse de diferentes conductas (Baca, 2016, p. 28).

Sin perjuicio de lo anteriormente señalado, cabe precisar que i) se trata de infracciones instantáneas toda vez que la lesión del bien jurídico protegido se produce en el momento que la infracción se consuma (Palma del Teso, 2001, p. 554), ii) que la infracción prevista en el Reglamento de Sanciones resulta más favorable toda vez que se trata de una infracción calificada como grave (frente a la infracción “muy grave” prevista en el Reglamento de Infracciones y Sanciones) , iii) que la retroactividad de norma más favorable solo tiene aplicación en lo referido a la tipificación, sanción y plazos de prescripción en función al artículo 248 de la LPAG y iv) que, respecto a las normas procesales, estas se rigen por la regla *tempus regit actum*, esto es “la aplicación de la norma vigente cuando se realiza el acto procesal” (Baca, 2016, p. 31), por lo que no corresponde analizar las mejores condiciones en materia de responsabilidad, pues un eventual procedimiento sancionador se regirá por el Reglamento de Infracciones y Sanciones.

2.3. Culpabilidad. Sobre la culpabilidad, el Decreto Legislativo N° 1272 publicado el 21 de diciembre de 2016 incorporó el principio de culpabilidad a la LPAG, de tal manera que el artículo 248 de la LPAG señala que “la responsabilidad administrativa es subjetiva, salvo los casos en que por ley o decreto legislativo se disponga la responsabilidad administrativa objetiva”.

De otro lado, al Reglamento de Sanciones le es aplicable responsabilidad subjetiva toda vez que no incorporó el principio de culpabilidad y no es hasta el Reglamento de Infracciones y Sanciones que se incorpora la responsabilidad objetiva.

No obstante, de acuerdo con artículo 248 de la LPAG, para establecer responsabilidad objetiva se requiere que esta se disponga por ley o decreto legislativo, en ese sentido, el 7 de enero de 2017 se publicó el Decreto Legislativo N° 1349 que estableció que en los procedimientos administrativos sancionadores iniciados por la SBS se aplicaría responsabilidad subjetiva para las infracciones leves y responsabilidad objetiva para las infracciones graves y muy graves. Dicho Decreto Legislativo además señala, respecto a la

responsabilidad, que “la Superintendencia reglamenta la debida aplicación de esta responsabilidad y su observancia en los procedimientos sancionadores”.

En ese sentido, surge cuestiones en torno a los procedimientos administrativos sancionadores iniciados entre el 8 de enero de 2017 y el 17 de julio de 2018. ¿Corresponde responsabilidad administrativa subjetiva? De un primer análisis, debido a la disposición relativa a reglamentación contenida en el Decreto Legislativo N° 1349, pareciese que esta debería aplicarse desde el 18 de julio con la entrada en vigencia del Reglamento de Infracciones y Sanciones.

Sin embargo, si se analiza la redacción del Reglamento de Infracciones y sanciones, se evidencia que básicamente replicó lo dispuesto en el Decreto Legislativo N°1349 y, además, no cuenta con disposiciones respecto a su vigencia, por lo que se entiende en vigencia desde el 8 de enero de 2017.



Tabla 5. Comparación entre la redacción relativa a la responsabilidad administrativa prevista en el Decreto Legislativo N° 1349 y el Reglamento de Infracciones y Sanciones

| Decreto Legislativo N° 1349 | Reglamento de Infracciones y Sanciones |
|--|--|
| <p>DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS FINALES</p> <p>Primera.- Reglas para los procedimientos administrativos sancionadores iniciados por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones</p> <p>En los procedimientos administrativos sancionadores iniciados por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones se aplican las siguientes reglas:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Para las infracciones calificadas como leves, la responsabilidad administrativa es subjetiva. b) Para el caso de las infracciones graves y muy graves, la responsabilidad administrativa es objetiva. <p>La Superintendencia reglamenta la debida aplicación de esta responsabilidad y su observancia en los procedimientos sancionadores.</p> | <p>Artículo 11. Reglas para la determinación de responsabilidad administrativa</p> <p>En los procedimientos sancionadores iniciados por la Superintendencia resultan aplicables las siguientes reglas:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Para las infracciones calificadas como leves, la responsabilidad administrativa es subjetiva, debiendo analizarse el dolo o culpa en la conducta infractora. b. Para las infracciones calificadas como graves y muy graves, la responsabilidad administrativa es objetiva, para lo cual debe considerarse la configuración de la conducta tipificada como infracción, independiente del dolo o culpa. |

Nota. Elaboración propia.

De esta manera, se concluye que aquellos procedimientos iniciados entre el 8 de enero de 2017 con la entrada en vigencia del Decreto Legislativo N° 1349 y el 17 de julio de 2018, antes de la vigencia del Reglamento de Infracciones y Sanciones, deben tomar en cuenta la responsabilidad objetiva para las infracciones graves y muy graves.

Resulta pertinente señalar que la responsabilidad subjetiva es más conveniente para el administrado y es criticable, por más que sea legal, que se vulnere el principio de culpabilidad al establecer que la responsabilidad subjetiva solo aplica a infracciones graves. En ese sentido,

Lozano (1992, p. 223) y Maljar (2004, p. 217) concluyen que es necesaria la culpa, sea como “consecuencia de una acción u omisión imputable a su autor por malicia o imprudencia, negligencia o ignorancia inexcusable” (Maljar, 2004, p. 191) y resulta insuficiente la responsabilidad objetiva. Esta posición también ha sido adoptada por el Tribunal Constitucional español en sus sentencias N°s 76-1990²⁵ y 164-2005²⁶, así como la Sentencia del Tribunal Constitucional recaída sobre el Expediente N° 2868-2004-AA/TC que señala que “desde este punto de vista, la sanción, penal o disciplinaria, solo puede sustentarse en la comprobación de responsabilidad subjetiva del agente infractor de un bien jurídico”.

3. Sanción

Tal como se ha señalado, el Reglamento de sanciones califica la infracción como grave por lo que le resultan aplicables una o más de las siguientes sanciones de acuerdo con el artículo 10 del mencionado Reglamento:

- Multa no menor de veinte (20) UIT ni mayor de cien (100) UIT.
- Suspensión temporal de la inscripción en el Registro a cargo de la SBS hasta por seis (6) meses.
- Suspensión del director, gerente o cualquier otro trabajador responsable por un periodo no menor de tres (3) ni mayor de diez (10) días.

Respecto al Reglamento de infracciones y sanciones, tal como ha sido señalado, el artículo segundo de la Resolución SBS N° 2755-2018 mantuvo vigente la relación de sanciones, de esta manera, al calificar como infracción muy grave, le son aplicables una o más de las siguientes sanciones:

- Multa no menor de treinta (30) UIT ni mayor de doscientas (200) UIT.
- Suspensión de la autorización de funcionamiento.
- Suspensión temporal de la inscripción en el Registro a cargo de la SBS por un periodo mayor a 6 y hasta de 12 meses.

²⁵ “Es cierto que, a diferencia de lo que ha ocurrido en el Código Penal, en el que se ha sustituido aquel término por la expresión «dolosas o culposas», en la LGT se ha excluido cualquier adjetivación de las acciones u omisiones constitutivas de infracción tributaria. Pero ello no puede llevar a la errónea conclusión de que se haya suprimido en la configuración del ilícito tributario el elemento subjetivo de la culpabilidad para sustituirlo por un sistema de responsabilidad objetiva o sin culpa. En la medida en que la sanción de las infracciones tributarias es una de las manifestaciones del *ius puniendi* del Estado, tal resultado sería inadmisibles en nuestro ordenamiento”.

²⁶ “En efecto, no se puede por el mero resultado y mediante razonamientos apodícticos sancionar, siendo imprescindible una motivación específica en torno a la culpabilidad o negligencia y las pruebas de las que ésta se infiere. En el presente caso y pese a la formal argumentación contenida en la Sentencia impugnada, tal operación no se ha realizado, por lo que se vulnera el derecho fundamental alegado”.

- Suspensión del director, gerente o cualquier otro trabajador responsable por un periodo no menor de once (11) ni mayor de veinte (20) días.
- Cancelación de la autorización de funcionamiento.
- Exclusión del Registro a cargo de la SBS mediante la cancelación de su inscripción.
- Destitución del director, gerente o cualquier otro trabajador responsable, quedando impedido de volver a ocupar uno de esos cargos por un periodo de diez (10) años.
- Inhabilitación del director, gerente o cualquier otro trabajador responsable por un periodo no mayor de cinco (5) años.
- Inhabilitación permanente del director, gerente o cualquier otro trabajador responsable.
- Disolución y liquidación.





Conclusiones

Primera. - En materia de costos, gastos y comisiones cargados a los fondos de pensiones, Chile adoptó un sistema de límites máximos de cargo de los fondos de pensiones, Colombia optó por una lista taxativa y México por una prohibición parcial. En Perú, las normas establecen como regla general que los costos, gastos y comisiones sean asumidos por la AFP; no obstante, si estos estuviesen incorporados en el instrumento u operación, dada la naturaleza de estos, deberán ser asumidos por los fondos de pensiones.

Segunda. - El banco depositario ejerce las funciones de: *depository bank, transfer agent y administrator*. No obstante, la SEC, a través del Form 20-F, ha optado por clasificar las comisiones en función a las siguientes funciones: *depositing or substituting the underlying shares, receiving or distributing dividends, selling or exercising rights, withdrawing an underlying security, transferring, splitting or grouping receipts y general depository services, particularly those charged on an annual basis*.

Tercera. - Las funciones del depositario van más allá del depósito de los ADS y son transversales a todas las etapas del programa de ADR e incluso escapan de la mera actuación del depositario, pues abarcan funciones tales como registro, pago de dividendos, asesoría, entre otras. Evidenciando que las funciones que este ejerce son necesarias para la existencia y continuidad de los ADR, pero van más allá de ello.

Cuarta. - La figura del *trustee* en un trust es comparable con la del depositario en un programa de ADR dadas las funciones que el *trustee* cumple y su papel esencial en la existencia del trust, por lo que deberían ser aplicables las disposiciones relacionadas a la evaluación de los gastos y comisiones que componen la estructura de costos inherente al instrumento.

Quinta. - En el marco del Título VI, las comisiones a cargo de la AFP son aquellas relativas a los instrumentos adquiridos por los fondos de pensiones y no a los subyacentes.

Sexta. - La figura del depositario contemplada en las normas del SPP coincide parcialmente con la del depositario según la doctrina, asimismo la figura de depositario bajo las normas del

SPP coincide con la del depositario en los sistemas financiero y de seguro y, parcialmente, con la de custodia de dichos sistemas.

Séptima. - En el marco del artículo 127 del Título VI, las comisiones percibidas por el depositario en ejercicio de las funciones de *depositing or substituting the underlying shares*, *withdrawing an underlying security*, *selling rights* y *transferring receipts* son de cargo a las AFP. Mientras que las comisiones vinculadas a *general depositary services* y *administrator* corresponderán ser analizadas de manera individual con énfasis en el servicio específico percibido por los fondos de pensiones y AFP para determinar si corresponde sean cargados a los fondos de pensiones.

Octava. - Las comisiones pagadas al depositario por el ejercicio de las funciones relacionadas a *splitting or grouping receipts*, *exercising rights* y *receiving or distributing dividends* deben ser pagadas por los fondos de pensiones al no encontrarse contempladas como de cargo de las AFP y cumplir con los requisitos previstos por la normativa vigente.

Novena. - Bajo el Reglamento de sanciones solo puede sancionarse aquellas comisiones cargadas a los fondos de pensiones vinculadas a las funciones de *transferring receipts* o *selling rights* del depositario toda vez que se encuentran directamente relacionadas con la negociación. De otro lado, bajo el Reglamento de infracciones y sanciones solo puede sancionarse aquellas comisiones cargadas a los fondos de pensiones de manera posterior al 17 de julio de 2018, así como que contravenga las disposiciones del SPP vigentes; por lo que aquellas comisiones percibidas por el depositario en ejercicio de las funciones de *transferring receipts*, *selling rights*, *depositing or substituting the underlying shares* y *withdrawing an underlying security* cargadas a los fondos de pensiones darán lugar a sanción, mientras que las comisiones vinculadas a *general depositary services* y *administrator* corresponderán ser analizadas de manera individual con énfasis en el servicio específico percibido por los fondos de pensiones y AFP.

Décima. - A la luz del principio de tipicidad, la infracción prevista en el Reglamento de Infracciones y Sanciones es imprecisa y se trata de una disposición genérica, las mismas que han sido calificadas como inconstitucionales al contravenir el artículo 2, inciso 24 del literal d) de la Constitución, por lo que la infracción prevista en el Reglamento de Infracciones y Sanciones requeriría precisar a qué disposiciones hace referencia.

Referencias

- Abanto, C. (2014). *Manual del sistema nacional de pensiones*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Acevedo, N., Fleisman, D., Montoya, A., Mora, A. (2010). Generalidades de los ADRS: Un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia, México, Brasil y Chile. *Ecos de Economía*, 34, 64-97.
- Agencia Peruana de Noticias (2018). *AFP: seguro de invalidez, sobrevivencia y sepelio del SPP bajó marginalmente*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de <https://andina.pe/agencia/noticia-afp-seguro-invalidez-sobrevivencia-y-sepelio-del-spp-bajo-marginalmente-732279.aspx>
- Aguirre, C., Bendezú, G., Berrospi, A., Córdova, D., Mendiola, A. & Nuñez del Prado, P. (2014). *Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos*. Lima: Universidad ESAN.
- Baca, V. (2011). La prescripción de las infracciones y su clasificación en la Ley del Procedimiento Administrativo General (en especial, análisis de los supuestos de infracciones permanentes y continuadas). *Derecho & Sociedad*, 37, 263-274.
- Baca, V. (2015). *Notas al curso de Derecho Administrativo*. Lima.
- Baca, V. (2016). La retroactividad favorable en derecho administrativo sancionador. *Themis*, 69, 27-43.
- Bernal, N. Muñoz, A., Perea, H., Tejada, J. & Tuesta, D. (2008). *Una mirada al sistema de pensiones*. Lima: Banco Continental BBVA - Centro de estudios económicos.
- Black, H. & Garner, B. & (2004). *Black's law dictionary*. 8th ed. Saint Paul: West.
- Bonelli, G. (1999). Algunos alcances sobre los ADRs en el sistema financiero. *Ius et veritas*, 19, 98-103.
- Broseta, M. & Martínez, F. (2011). *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Tecnos.
- Bulnes, M. (2018). *El valor mobiliario como element objetivo del Mercado de valores*. Tesis de licenciatura. Universidad de Piura.
- Business Wire Inc. (2007). *JP Morgan Celebrates 80th Anniversary of the ADR*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.businesswire.com/news/home/20070426005644/en/JPMorgan-Celebrates-80th-Anniversary-ADR>
- Bustamante, J. (1988). *Financiamiento del nuevo sistema de pensiones*. Santiago: Instituto chileno de administración racional de empresas.
- Cárdenas, C. (1996). Las cláusulas generales de contratación y el control de las cláusulas abusivas. *Ius et Veritas*, 13, 19-35.
- Castagnola, G. (2019, 14 de marzo). Cédula viva: cuando se quiso, se pudo. *El Comercio*. Recuperado el 19 de junio de 2019 de <https://elcomercio.pe/opinion/columnistas/cedula-viva-quiso-pudo-gianfranco-castagnola-noticia-616569>
- Cementos Pacasmayo (2013). *Memoria anual 2012*. Lima: Cementos Pacasmayo S.A.A.
- Citibank, N.A. (2018). *The Role of the Depositary Bank*. Nueva York: Citibank.
- Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (2016). *Guide to Public ADR Offerings in the United States*. Nueva York: Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP.
- Cohen, A., Davenport, K., Edwards, B., Ilhamuotila, A., Lawlis, J., Stefemoeller, M., Sturrock, M., Trotter, J. & Watson, J. (2009). *Securities offerings and listings in the US: an overview for non-US issuers*. Nueva York: Latham & Watkins.
- Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (2019). *Criterios aplicables a los fondos mutuos con estrategias activas*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/471766/Criterios_aplicables_a_Fondos_Mutuos_con_estrategias_activas.pdf

- Cordero, E. (2013). Revista de Derecho (Valdivia). *Revista de Derecho (Valdivia)*, XXVI, 119-144.
- Corporate Finance Institute (2020). *Stock Split*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/stock-split/>
- Credicorp (2019). *Reporte anual 2018*. Lima: Credicorp Ltd.
- Cruz-Saco, M., Mendoza, B. & Seminario, B. (2014). *El sistema previsional en el Perú: diagnóstico 1996-2013, proyecciones 2014-2050 y reforma*. Lima: Universidad del Pacífico.
- Darrow, P., Hermsen, M. & Niehoff, P. (2007). *U.S. Equity Markets for Foreign Issuers: Public Offerings and Rule 144A Placements of American Depositary Receipts*. Nueva York: Mayer Brown Rowe & Maw.
- Darrow, P., Niehoff, P. & Hermsen, M. (2008). *U.S. Equity Markets for Foreign Issuers*. Saint Paul: Merrill Corporation.
- Diario Financiero (2019). *¿Cuánto pagan a las AFP en comisiones de inversión?* Recuperado el 31 de enero de 2020 de https://www.df.cl/noticias/mercados/pensiones/cuanto-pagan-a-las-afp-en-comisiones-de-inversion/2019-12-13/113647.html?utm_mc=OGynh3JDGaRreL0GccsOd2vSQaDrzODo
- El Economista (2020). *Split o desdoblamiento de acciones*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/split>
- El Economista (2020). *Contra-Split o agrupación de acciones*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/Contrasplit-o-agrupacion-de-acciones>
- Elias, E. (2000). *Ley General de Sociedades Comentada*. Trujillo: Normas Legales.
- Espinosa, J. (2011). RDA Recibo de Depósito Americano. *INGENIARE*, 6, 11-21.
- Forbes Media LLC (2019). *The World's Biggest Stock Exchanges*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.forbes.com/pictures/eddk45iglh/the-worlds-biggest-stock-exchanges/#10a97da66d2b>
- Fusion Media (2019). *Peru ADRs*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.investing.com/equities/peru-adrs>
- Fountain, J. (1969). American Depositary Receipts and Their Uses. *Financial Analyst Journal*, 25, 15-20.
- Gómez, M & Sanz, I. (2013). *Derecho Administrativo Sancionador. Parte General*. Buenos Aires: Editorial Aranzadi.
- Intercontinental Exchange, Inc. (2013). *Current list of All Non-U.S. Issuers*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/data/All_Non_US_Stocks_12-31-12.pdf
- Intercorp Financial Services (2019). *Frequently asked questions*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.ifs.com.pe/faq/>
- International Federation of Pension Funds Administrators (2016). *Reformas a los sistemas de pensiones*. Recuperado el 19 de junio de 2019 de <http://www.fiapinternacional.org/reformas-a-los-sistemas-de-pensiones/>
- Investopedia (2019). *How is a company's stock price and market cap determined?*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.investopedia.com/ask/answers/how-companys-stock-price-and-market-cap-determined/>
- Investopedia (2019). *Qualified Institutional Buyer (QIB)*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/q/qib.asp>
- Investopedia (2019). *Rule 144*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/r/rule144.asp>

- J.P. Morgan (2008). *SEC adopts foreign issuer reporting enhancements*. Londres: JP Morgan Chase & Co.
- J.P. Morgan (2009). *SEC Amendments to Annual Disclosure of ADR Fees and Payments*. Londres: JP Morgan Chase & Co.
- J.P. Morgan (2013). *The DR Proxy Process Guide: Best Practices, Regulatory Developments & Recent Trends in Corporate Governance*. Londres: JP Morgan Chase Bank, N.A.
- J.P. Morgan (2019). *Glossary*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.adr.com/Investors/Glossary>
- Khanna, T., Palepu, K., & Srinivasan, S. (2004). Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with U.S. Markets. *Journal of Accounting Research*, 42, 475-508.
- Lander, G. (1995). American Depositary Receipts. *The International Lawyer*, 29, 4, 897-916.
- Lander, G. (2002). SEC Rules for Cross-Border Tender Offers, Exchange Offers, and Business Combinations. *The International Lawyer*, 36, 237-264.
- La Rosa, A. (2008). El sistema previsional peruano. *Actualidad Empresarial*, 152, VI-7-VI-9.
- Lescano, J. (2010). La problemática pensionaria: su panorama actual y una propuesta de solución para su viabilidad en el futuro. *Derecho & Sociedad*, 34, 267-276.
- Lozano, B. (1992). La responsabilidad de la persona jurídica en el ámbito sancionador administrativo. *Revista de Administración Pública*, 129, 211-240.
- Maljar, D. (2004). *El Derecho Administrativo Sancionador*. Buenos Aires: Ad-Hoc.
- Matos, M. (2010). *Mercado de capitales: una perspectiva global*. Buenos Aires: Cengage Learning.
- Méndez, C. (2017). *Adaptabilidad de los lineamientos de responsabilidad fiduciario de los Estados Unidos y Reino Unido a las AFP en Perú*. Tesis de licenciatura. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2004). *Informe trimestral: los sistemas de pensiones en Perú (Mayo, 2004)*. Lima: Ministerio de Economía y Finanzas.
- Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (2017). *Precedentes vinculantes emitidos por el Tribunal Constitucional (Tomo II)*. Lima: Ministerio de Justicia y Derechos Humanos.
- Montoya, V. (2008). El principio previsional de sostenibilidad financiera en la jurisprudencia constitucional. *Ius* 36, 312-327.
- Morón, E. (2009). Cap. X Resolviendo el problema de cobertura en el Perú. *El futuro de las pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual* (pp. 407-417). Lima: Universidad del Pacífico.
- Morón E. & Carranza E. (2004). *Diez años del sistema privado de pensiones (1993-2003): avances, retos y reformas*. Lima: Centro de investigación de la Universidad del Pacífico.
- Morrison & Foerster LLP (2019). *Frequently asked questions about rule 144A equity offerings*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://media2.mofo.com/documents/faq-rule-144a-equity-offerings.pdf>
- Moxley, E. (1962). The ADR: An Instrument of International Finance and a Tool of Arbitrage. *Villanova Law Review* 8, 19-42.
- NASDAQ, Inc. (2019). *NASDAQ – Non US Companies*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ&market=ADR>
- NASDAQ, Inc. (2020). *Marketable securities*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de <https://www.nasdaq.com/glossary/m/marketable-security>
- NYSE (2019). *Listed Company Manual*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <http://wallstreet.cch.com/LCM/>
- OECD (1998). *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*. París: OECD Publishing.
- OECD (2019). *OECD Reviews of Pension Systems: Peru*. París: OECD Publishing.

- Organización Internacional del Trabajo (2003). *Hechos concretos sobre la seguridad social*. Ginebra: Organización Internacional del Trabajo. Recuperado el 19 de junio de 2019 de http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/dgreports/-dcomm/documents/publication/wcms_067592.pdf
- OECD (2019). *OECD Reviews of Pension Systems: Peru*. París: OECD.
- Pacheco, R. (2008). *ADRs y el valor de la empresa*. Tesis de maestría. Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Pacheco, R. (2014). Máximo valor de la empresa y ADRs. *Pensamiento crítico*, 15, 103-128.
- Palma del Teso, A. (2001). Las infracciones administrativas continuadas, las infracciones permanentes, las infracciones de estado y las infracciones de pluralidad de actos: distinción a efectos del cómputo del plazo de prescripción. *Revista Española de Derecho Administrativo*, 112, 553-574.
- Payet, J. (1992). La reforma estructural en el fondo de pensiones. *Ius et Veritas*, 5, 15-20.
- Royston, J. (1985). The Regulation of American Depositary Receipts: Americanization of the International Capital Markets. *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 10, 87-106.
- Samsung (2019). How to buy stock. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.samsung.com/global/ir/stock-information/how-to-buy-sec-stocks/>
- Saunders, M. (1993). American Depositary Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies. *Fordham International Law Journal*, 17, 1, 48-83.
- Securities and Exchange Commission (2006). *Release No. 34-53978*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2006/34-53978.pdf>
- Securities and Exchange Commission (2012). *Investor Bulletin: American Depositary Receipts*. Nueva York: Securities and Exchange Commission.
- Securities and Exchange Commission (2012). *Spotlight on Proxy Matters - Receiving Proxy Materials*. Recuperado el 31 de enero de 2020 de https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_materials.shtml#broker-dealer_cast_vote
- Securities and Exchange Commission (2019). *Form 20-F*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.sec.gov/files/form20-f.pdf>
- Securities and Exchange Commission (2019). *Form F-6*. Recuperado el 20 de junio de 2019 de <https://www.sec.gov/files/formf-6.pdf>
- Securities and Exchange Commission (2020). *What is a "Registered" owner? What is a "Beneficial" owner?* Recuperado el 31 de enero de 2020 de <https://www.investor.gov/research-before-you-invest/research/shareholder-voting/what-registered-owner-what-beneficial>
- Simpsons Thacher & Bartlett LLP (2008). *Client Memorandum. SEC Adopts Amendments to Rule 12g3-2(b) and Foreign Issuer Reporting Requirements*. Nueva York: Simpsons Thacher & Bartlett LLP.
- Spoors, D. (1993). Exploring American Depositary Receipts: The International Augmentation of U.S. Securities Markets. *The Transnational Lawyer*, 6, 191-217.
- Subramanyam, P. (2004). *Investment banking*. Nueva Delhi: Tata McGraw-Hill.
- Valdivia, W. (2017). *Análisis de desempeño del sistema privado de pensiones: un acercamiento desde la teoría de agencia*. Tesis de licenciatura. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Valero, D. (2015). *Cómo fortalecer los sistemas de pensiones latinoamericanos. Experiencias, lecciones y propuestas* (pp. 397-468). Santiago: Sura Asset Management.
- Velli, J. (1993). American Depositary Receipts: An Overview. *Fordham International Law Journal*, 17, 5, 38-57.

- Yacsahuache, H. (2014). Mecanismo de funcionamiento de los ADR (American Depositary Receipts) en el mercado financiero norteamericano. *Quipukamayoc*, 13, 47-51.
- Yermo, J. (2002). *Revised taxonomy for pension plans, pension funds and pension entities*.
- Whitehouse, E. (2007). *Pensions Panorama: Retirement-Income Systems in 53 Countries*. Washington, D.C.: The World Bank.
- Zegarra, A. (2016). *Notas de títulos valores. Parte general*. Piura.





Anexos

Anexo 1: Oficio Circular N° 012-2000/CT-SAFP-SBS

Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones

Lima, 03 de octubre del 2000

OFICIO CIRCULAR N° 012-2000/CT-SAFP-SBS

Sumilla:

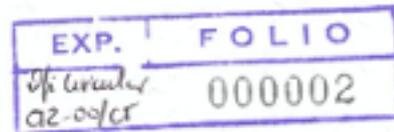
Gastos y comisiones abonados a los intermediarios por la negociación de los instrumentos de inversión pertenecientes a la Cartera Administrada.

Señor:

GERENTE GENERAL de AFP

De conformidad con el artículo 79° del Reglamento del Texto Unico Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, aprobado por Decreto Supremo N°004-98-EF, el artículo 14° del Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Pensiones, referido a Inversiones, aprobado por Resolución N°052-98-EF/SAFP, y el artículo 12° del Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior, aprobado por Resolución N°233-2000-EF/SAFP, sírvase tomar nota de las siguientes consideraciones referidas a los gastos y comisiones que se abonen a los intermediarios por la negociación de los instrumentos de inversión pertenecientes a la Cartera Administrada:

1. *Los gastos y comisiones que se abonen a los intermediarios locales y extranjeros por la negociación de los instrumentos de inversión pertenecientes a las Carteras Administradas en los mecanismos de negociación autorizados en el mercado local y del exterior, son de cargo exclusivo de la respectiva AFP, no pudiendo en ningún caso ser pagados con cargo a los recursos de las Carteras Administradas.*
2. *Los gastos y comisiones a los que se refiere el párrafo anterior incluyen los siguientes conceptos:*
 - 2.1. *Costos de intermediación: Los gastos y comisiones pagados a los intermediarios por prestar el servicio de negociación de los instrumentos de inversión pertenecientes a las Carteras Administradas en los mecanismos de negociación autorizados.*



- 2.2 *Costos del mecanismo de negociación: Los gastos y comisiones pagados a los mecanismos de negociación utilizados para efectos de realizar la negociación de los instrumentos de inversión pertenecientes a las Carteras Administradas.*
 - 2.3 *Costos de conversión: Los gastos y comisiones pagados para disponer de las acciones originarias en depósito de los valores representativos de derechos sobre acciones inscritos en Bolsas de Valores.*
 - 2.4 *Costos de las operaciones con divisas: Los gastos y comisiones pagados para efectuar transacciones en diferentes monedas con los instrumentos de inversión pertenecientes a las Carteras Administradas.*
 - 2.5 *Otros: Cualquier otro gasto, comisión y/o cargo pagado a los intermediarios por concepto de la negociación de instrumentos de inversión.*
3. *Los gastos y comisiones de las operaciones de arbitraje entre los mercados extranjeros y locales, incluyendo los conceptos señalados en el acápite anterior, son de cargo exclusivo de la respectiva AFP, no pudiendo en ningún caso ser pagados con cargo a los recursos de las carteras Administradas.*
 4. *Para efectos del cumplimiento de lo dispuesto en el presente Oficio Circular, las AFP deberán efectuar las respectivas coordinaciones con los intermediarios para asegurar que en ningún caso los gastos y comisiones sean cargados (descontados) a los precios pagados (cobrados) por las inversiones efectuadas con los recursos de las Carteras Administradas.*

Atentamente,

Lorena Masías Quiroga
LORENA MASÍAS QUIROGA
 Presidenta de la Comisión de
 Transferencia SAFF-SBS



Anexo 2: Características de los sistemas privados de pensiones en Perú, Chile, Colombia y México

| | Perú | Chile | Colombia | México |
|---------------------------|--|--|--|---|
| Tipo de sistema | Contributivo | Contributivo | Contributivo | Contributivo |
| Año de incorporación | 1993 | 1981 | 1994 | 1997 |
| Entidades administradoras | Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) | Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) | Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) | Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) |
| Afiliación | Obligatoria | Obligatoria | Obligatoria | Obligatoria |
| Aporte | 10% | 10% | 11.50% | 11.30% |
| | Pensión de jubilación | Pensión de jubilación | Pensión de jubilación | Pensión de jubilación |
| | Pensión de invalidez | Pensión de invalidez | Pensión de invalidez | Pensión de invalidez |
| | Pensión de sobrevivencia | Pensión de sobrevivencia | Pensión de sobrevivencia | Pensión de sobrevivencia |
| Prestaciones | Disposición del 25% para el pago de la cuota inicial o amortización de primer inmueble | | | |
| | Retiro del 95.5% de la Cuenta Individual de Capitalización | | | |

Nota. Recuperado de International Federation of Pension Funds (2020). Elaboración propia.