**MATRIZ DE OBSERVACIONES**

**CONSULTA EXTERNA**

**-CNS-1728/13 del 6 de mayo del 2022-**

**Modificación de los artículos 15, 67, 68 y la adición de los transitorios VI y VII al Reglamento de Gestión de Activos**

* **CCSS, OPC**

Oficio GG-138-2022 del 27 de mayo del 2022

* **Popular Pensiones, OPC**

Oficio PEN-0475-2022 del 27 de mayo del 2022

* **Vida Plena, OPC**

Oficio GG-78-2022 del 26 de mayo de 2022

* **BN Vital, OPC- Banco Nacional de Costa Rica**, Subgerencia General de Riesgo y Crédito

Oficio GER-058-2022 del 26 de mayo de 2022

* **Asociación Costarricense de Operadoras de Pensiones**

Oficio ACOP-022-2022 del 27 de mayo del 2022

* **Banco Central de Costa Rica (BCCR).**

Oficio PRE-0062/2022 del 21 de junio del 2021

* **Fondo de Garantías y Jubilaciones de los Empleados del Instituto Costarricense de Electricidad**

Oficio 0043-072-2022 del 22 de junio de 2022

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Texto consultado** | | **Observaciones recibidas** | **Atención observaciones** | **Texto final** |
| “**Artículo 15. Monedas permitidas**  (…)  Las entidades reguladas que mantengan inversiones en valores denominados en monedas distintas al Colón en los fondos de pensiones en colones deberán utilizar coberturas de tipo de cambio que permitan, como mínimo, cubrir los riesgos cambiarios a que puedan estar expuestos los flujos de pago a los afiliados y pensionados, por concepto de pensión, retiros y libre transferencia. La cobertura deberá considerar, al menos, la exposición al riesgo cambiario de los montos correspondientes a estos conceptos por los tres meses siguientes.  No obstante, si las inversiones en valores denominados en monedas distintas al Colón sobrepasan el 40% del valor del activo de los fondos de pensiones denominados en colones, se deberán utilizar coberturas de tipo de cambio para la posición que sobrepase el umbral indicado.  Las anteriores disposiciones también aplican al Fondo de Capitalización Laboral.  (…)’ | | **BCCR**  Este cambio resulta positivo, ya que podría considerarse como el establecimiento de una gestión del riesgo cambiario ante la exposición cambiaria.  **Fondo ICE**  A pesar de que en el mercado financiero nacional existe la normativa  necesaria para la implementación y transacción de instrumentos derivados,  no se ha visto un desarrollo de transacciones de esa naturaleza en el  mercado nacional.  • Dado lo indicado en el punto anterior, no existe en el mercado local oferta de  instrumentos de cobertura para riesgos de tipo cambiario, y a nivel internacional el colón costarricense no constituye una divisa de peso para que los estructuradores de derivados se vean atraídos a la confección y colocación de instrumentos financieros de cobertura cambiaria.  • El mercado cambiario nacional consta de pocos actores y con volúmenes de  transacciones que pueden influir el tipo de cambio de manera importante, esto  constituye otro factor de riesgo implícito que hace que el mercado de  coberturas no se desarrolle.  • Partiendo de que el máximo permitido de inversión internacional para los  fondos de pensiones en la Ley de Protección al Trabajador es del 50% de sus  activos cuando las condiciones externas lo justifiquen, el umbral del 40%  determinado en el segundo párrafo agregado y que indica que sobre los  excesos a ese límite se deberán utilizar coberturas de tipo de cambio, pone  una limitante a los administradores de pensiones, pues como se indicó  previamente, la escasez de oferta de instrumentos de cobertura cambiara  colón-dólar impediría a los fondos de pensiones utilizar el segmento del 10%  adicional que le permite la ley de invertir en títulos internacionales.  (…)  Sí bien es cierto, el tema de coberturas sobre los distintos riesgos que asumen las inversiones de los fondos de pensión es un factor importante para mitigarlos, tanto  aquellos que afectan el valor del patrimonio como a los flujos de caja para hacer  frente a los pagos de sus beneficiarios, no se ve un grado de madurez suficiente en  el mercado nacional que permita tener acceso a un costo razonable de instrumentos  de cobertura por riesgo cambiario del colón.  **BNCR**  Se requiere aclarar cuáles son los flujos que están solicitando cubrir ya que contradice el artículo 31 del Monto de la Cobertura del Reglamento de Gestión de Activos donde indica que la cobertura es sobre una inversión mantenida.  Se considera que no es funcional solicitar una cobertura sobre flujos proyectados de salidas en colones.  Se requiere que se indique **qué tipo de cambio** se utilizará en caso de dolarizar el monto de las salidas de los próximos tres meses para hacer la cobertura correspondiente. Aunado a lo anterior, se sugiere implementar un sistema obligatorio que valore en colones el tipo de cambio fijado en la cobertura con el fin de que el afiliado conozca que el monto retirado se inmunizó a la variación cambiara del último trimestre.  Se requiere aclaración con respecto a si el fondo administrado cubre las minusvalías o plusvalías en el contrato de cobertura cambiaria.  Se sugiere considerar que la cobertura se exija únicamente cuando exista un descalce en el flujo de caja proyectado en la moneda del pago de obligaciones a tres meses (o sea cuando los ingresos no cubran las salidas en el periodo de tres meses).  Se requiere aclarar si la cobertura solicitada es para el monto proyectado de pago de pensión, retiros y libre transferencia más la posición que sobrepase el 40% o si solo se requiere cubrir la diferencia sobre el 40%. (Aclarar si son excluyentes).  En caso de ser excluyentes, se requiere que se aclare cuál es el plazo requerido para la cobertura sobre el exceso del 40%, además de aclarar la periodicidad con que se deben actualizar estas coberturas (Mensual. Trimestral, etc.)  Ejemplo: al cierre de abril teníamos un 43% y en mayo cerramos la posición en moneda extranjera al 45%, el 2% que quedó descubierto ¿cuándo se debe incluir en una cobertura?  Se requiere indicar si estas coberturas son para las operaciones nuevas o para el portafolio existente en la fecha de implementación.  Con respecto al principio de separación patrimonial de los Fondos se solicita aclarar si las coberturas se deben contratar por cada Fondo Administrado.  Se requiere indicar si las coberturas deben valorarse a precios de mercado.  Se requiere indicar si las coberturas deberán someterse a estimación de pérdida crediticia.  Se requiere aclarar los tipos de cobertura aceptados y si se permite utilizar la cobertura Forward (NDF) y Forward (FD) Full Delivery / Con entrega.  En el caso de utilización de la cobertura por ejemplo con Forward (NDF) y la tasa spot (si estas son menores a la tasa pactada), se solicita aclarar a quién le corresponde asumir la diferencia resultante del tipo de cambio que se debe reconocer a la entidad que ofrece la cobertura. (aclarar si es la operadora o directamente el fondo). Debido a que la adquisición es onerosa y debería ser claro si los costos serán cubiertos por los rendimientos de los fondos.  Se sugiera aclarar que si en caso de que la operadora cubra los costos los mismos deben reconocerse en el margen que cobran y en el caso de si los mismos son a cuenta de los rendimientos, habrá un tema de transferencia de riqueza entre afiliados que reciben pensión, hacen retiros y se transfieren a otras OPC, desde el resto de los afiliados que, sin requerir la cobertura, la estarían pagando, por lo que se solicita aclarar cómo se gestionarán estos costos.  Se requiere se aclare si debe existir un único contrato maestro de operaciones derivadas por Fondo o se debe realizar por operación.  Se solicita indicar si existe alguna limitación para reflejar el resultado de las coberturas en el resultado del período o en otros resultados integrales, o bien indicar si es válido mostrarlo en ambas opciones.  Por favor aclarar para el caso que se debe remitir alguna información a la SUPEN, cuáles serían los plazos, la periodicidad y el tipo de información requerida.  Se sugiere considerar que, a nivel sistémico, podría no haber suficiente liquidez en el mercado local de coberturas para atender todas las exposiciones de los fondos de pensión.  Se considera relevante que la SUPEN exponga un ejercicio que refleje cuánto le va a costar al pensionado esta regulación, refiriéndose al monto menos de pensión que se proyecte que le toque a cada pensionado.  Se requiere indicar si la limitación del 40% es por Fondo, o por el total de Fondos de pensiones denominados en colones y administrados por la OPC.  Se solicita aclarar si el concepto del “valor del activo” se refiere al activo total del Fondo.  Se interpreta que el porcentaje de 40% correspondería a la suma de lo necesario para cubrir pensiones, retiros y traslados, más el resto del monto administrado. Siendo así, se sigue en la interpretación que las coberturas que se hagan sobre ese exceso se deben hacer también con plazo de tres meses. ¿Son estas interpretaciones correctas?  Se solicita indicar si existe alguna consideración en particular que se debe considerar para los Fondos de Pensión creados por Ley especial.  **CCSS, OPC**  La moneda extranjera es utilizada como un mecanismo de cobertura ante riesgos de precio y riesgos de concentración; según lo evidencia la historia en casos de crisis de  crédito, como el de Argentina, la exposición a moneda extranjera ha funcionado como  cobertura para mitigar estos riesgos; al incluir coberturas sobre moneda estaríamos  implementado una cobertura sobre otra cobertura en sí misma, lo cual no estaría generando el valor que se busca, pues ya inicialmente incluyendo la diversificación  por moneda se está atendiendo este riesgo.  **Popular, OPC**  1. **Mercado inexistente de coberturas.**  El volumen negociado en Costa Rica de coberturas y participantes es mínimo, dicho mercado  actualmente no puede satisfacer las necesidades de las Operadoras de Pensiones, esto en función del  crecimiento de la industria, las pocas opciones de inversión que limitan brindarle a los afiliados una  sana diversificación y recursos aceptables para su proceso de jubilación. Aunado a lo anterior, el  mercado spot no presenta saldos relevantes en su negociación, lo cual limita el efecto de la  cobertura o expone al mercado a niveles de estrés elevados, situación que, a nuestro entender, fue  analizada por el CONASSIF.  Desde la perspectiva de regulación SUGEF 9-20, que establece los montos máximos destinados a un mismo cliente al 10% del capital y reservas del intermediario, en el caso del Reglamento de Operaciones Cambiarias de Contado, limitan la posición de los bancos hasta +3% o hasta -3% del valor del capital base expresado en dólares, limitantes que deberán de eliminarse, en caso de una posible implementación.  En cuanto al proceso de forward, se utiliza como referencia el precio y volumen de las transacciones en el mercado a hoy, lo cual limita que las condiciones establecidas para que pueda ser concretada o traslada a los afiliados la cobertura en cantidades necesarias por las operadoras de pensiones.  En lo que respecta a diferenciales cambiarios, las referencias en promedio según información  publicada por el BCCR rondan los ¢15.17 por dólar, lo cual se encuentra relacionado a los altos  costos transaccionales establecidos por la autoridad monetaria, tanto en procesos de concretar  operaciones en el mercado mayorista, como el cobro de comisiones del 25% sobre las ganancias  cambiarias de los intermediarios, situación que genera mayor presión a este, formación de precios  que debería de atacarse y ajustarse antes de generar la obligatoriedad del uso de coberturas.  **2. Costos y comisiones**  Tanto esta consulta como los planteamientos realizados por la autoridad monetaria sobre la  utilización del MONEX para adquirir divisas por parte de las operadoras de pensiones, corresponde  a una creación de comisiones implícitas para los afiliados, mismas que van en detrimento de sus  beneficios. Los costos transaccionales limitaran en gran medida las posibles ganancias futuras, así  como de una forma marginal en función de la posición sobre las posibles pérdidas, por lo cual es de  nuestro interés, en lo que respecta al nivel impuesto del 40%, sobre el cual se requerirá contratar  coberturas entender, ¿Cómo se determinó este nivel?, ¿Qué elementos técnicos se consideraron?  ¿Cuál fue el proceso de optimización realizado? Así como ¿Qué efectos se esperan sobre esta  limitante?, todo lo anterior a fin de analizar las consideraciones realizadas y determinar si las  mismas son implementadas en función de los afiliados y la legislación vigente, así como cualquier  análisis realizado por la Superintendencia de Pensiones, en función de su misión - visión.  El desarrollo de un mercado de coberturas cambiarias no debería de ser implementado con cargo a los afiliados de las operadoras de pensiones, de lo contrario su impulso e implementación deberá de ser gestado por la autoridad que lo considere prudente. Tal como se expresó en el primer párrafo,  las decisiones que se tomen deben de estar orientadas a generar los instrumentos necesarios del  mercado, el desarrollo de estos en etapas iniciales, por lo general, se consideran muy onerosos,  situación que deberá de analizarse ya que se generaría en detrimento de los afiliados.  **3. Implicaciones y decisiones.**  La modificación del porcentaje de inversiones en el sector público al 60%, así como la limitante de requerir coberturas sobre montos superiores al 40% de dolarización, mismas que son prohibitivas,  podría generar para una industria de pensiones, que realiza y ha realizado su labor de forma diligente apegada a la regulación y de forma técnica ante las condiciones del mercado, una burbuja  de liquidez local por las restricciones impuestas, provocando condiciones adversas en el mercado local, en la cual el regulado genera compras no en función de fundamentales económicos sino por  un tema de solución de esquina, con la premisa ingenua de que es lo que existe hay que comprarlo,  sin evaluar si esto corresponde a una inversión favorable o no para los clientes.  **4. Costos imputables**  Lo indicado en el artículo 63 del Reglamento de Gestión de Activos, dicta los costos imputables a  los fondos administrados, por lo cual es de relevancia aclarar a quien son atribuibles cualquier costo generado por la adquisición de las coberturas cambiarias.  **5. Garantías**  Los contratos para coberturas consignan la creación de una línea de crédito que deberá ser asignada  a cada fondo administrado que requiera una cobertura cambiaria, por lo cual, es de nuestro interés  entender, desde la perspectiva de regulados, como se gestarán estos requerimientos y cuál será el tratamiento de las garantías brindadas, ya que se expone a los fondos administrados a procesos  tributarios adversos para los afiliados.  **6. Implementación forzosa.**  Ante la posibilidad de una implementación forzosa, es de nuestro interés el cumplir con la regulación vigente en temas de capacitación, cambio de sistemas, procesos contables y valoraciones  de riesgos, por lo cual, a pesar de consideraciones técnicas, observaciones u otro proceso de los  regulados, los textos en consulta se mantienen y se publican sin ningún tipo de modificación o aclaración a las consultas realizadas. Dicho lo anterior, en caso de implementación forzosa, el transitorio I deberá de ampliarse a mínimo a 1 año plazo, en función del cumplimiento regulatorio, así como el pronunciamiento de los procesos operativos, regulatorios, informativos que la  Superintendencia de Pensiones deba de gestar.  **Vida Plena, OPC**  Se indica que deberán utilizarse coberturas de tipo de cambio para cubrir riesgos a los que puedan estar expuestos los flujos de pago a los afiliados y pensionados. Inicialmente, se estima importante indicar que la variabilidad en el valor cuota se afecta sobre todo por factores adicionales al tipo de cambio, en fondos denominados en otra moneda funcional a los instrumentos denominados en monedas extranjera. Solo por citar un ejemplo, durante este año los instrumentos de renta variable han presentado una gran volatilidad y en el caso de renta fija ante incrementos en tasas de interés se esperan pérdidas no realizadas por valoración, siendo que el incremento en el tipo de cambio ha sido uno de los factores relevantes para la mitigación del riesgo de mercado, con un ejercicio de backtesting se puede constatar nuestra apreciación. En síntesis, esta medida encarecería los costos, exacerbando entonces los efectos adversos en las cuentas de los afiliados y afectando también a quienes no hagan retiros por pensión, retiro del FCL o traslado.  Al margen de lo indicado, no se comprende, ni comparte y no queda claro el fundamento para la exposición cambiaria de al menos los tres meses siguientes. Su impacto en el valor cuota incrementaría riesgos operacionales, disminuiría la rentabilidad por los costos de las coberturas y no produciría el efecto previsto en el valor cuota del fondo.  Adicionalmente, las condiciones para un mercado de coberturas no existen. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional ha indicado que para su desarrollo debe existir una variabilidad de la moneda, aunque con una medida como la planteada, regulatoriamente se estaría favoreciendo los resultados fundamentalmente de los bancos quienes se estima ofrecerían estas coberturas, en otras palabras, se les crea un negocio.  **ACOP**  De conformidad con los considerandos citados la diversificación de las  inversiones es un aspecto medular para controlar los riesgos que afecta los  rendimientos, sin embargo, en el considerando 8) se hace un análisis respecto de la dolarización de los fondos, por medio de inversiones extranjeras y locales,  que no corresponde con la realidad de las cosas y que sirven de fundamento  para proponer la reforma al artículo 15 del Reglamento de Gestión de Activos.  No parece lógico y razonable por un lado promover la diversificación de las  inversiones y por otro, pretender establecer una suerte de impuesto denominado  “coberturas”, a los fondos que se diversifiquen por moneda, alegando  simplemente que la ley, ni el Reglamento de Gestión de Activos, establecen límites a la inversión del activo por moneda.  (…)  **B. Propuesta de reforma al artículo 15 del Reglamento de Gestión de**  **Activos:**  En la propuesta de reformas al Reglamento de Gestión de Activos, se incluyó la  adición de “un último” párrafo” (aunque en realidad son dos), donde se establece la obligación de los fondos de utilizar coberturas, por la porción de las inversiones que se mantienen en dólares.  En concreto se propone como reformar al artículo 15 del Reglamento Gestión de  Activos, lo siguiente:  (…)  Las entidades reguladas que mantengan inversiones en valores denominados  en monedas distintas al Colón en los fondos de pensiones en colones deberán  utilizar coberturas de tipo de cambio que permitan, como mínimo, cubrir los  riesgos a que puedan estar expuestos los flujos de pago a los afiliados y pensionados, por concepto de pensión, retiros y libre transferencia. La cobertura deberá considerar, al menos, la exposición al riesgo cambiario de los montos correspondientes a estos conceptos por los tres meses siguientes.  No obstante, si las inversiones en valores denominados en monedas distintas  al Colón sobrepasan el 40% del valor del activo de los fondos de pensiones  denominados en colones, se deberán utilizar coberturas de tipo de cambio  para la posición que sobrepase el umbral indicado.  Las anteriores disposiciones también aplican al Fondo de Capitalización  Laboral.  (…)  Como lo indicamos la diversificación de las inversiones en mercados y monedas  diversos, es manera de administrar los principales riesgos de los fondos de  pensiones.  Por su parte las coberturas, tienen como finalidad fundamental, “garantizar que  no se pierda dinero debido a las fluctuaciones de las divisas.”, sin embargo, no encontramos razones técnicas de peso, para que se pretenda obligar a las entidades supervisadas a tener coberturas cambiarias, por las razones que detallamos a continuación.  1. La propuesta de reforma al artículo 15 del Reglamento de Gestión de Activos (en adelante RGA), aparentemente no está sustentada en ningún estudio, que indique entre otros el proceso de operativización; el costo de las coberturas; el costo en el largo plazo de mantener las coberturas; quien ofrece coberturas de tipo de cambio en Costa Rica; sí es posible implementar un sistema de coberturas.  2. Históricamente y de manera más acentuada, desde los años ochenta, el  dólar se ha venido apreciando frente al colón, llegando a los niveles que hoy en día conocemos. No conoce esta Asociación estudio alguno que haya previsto que, en el corto, mediano o largo plazo, exista una  estrategia del país para lograr que el colón se aprecie frente al dólar, razón  por la cual no existe lógica en el planteamiento que nos formula la reforma al artículo 15 del Reglamento de Gestión de Activos.  3. Esta Asociación, no conoce y no cuenta con estudios que permitan determinar o ubicar un operador financiero que tome la posición contraria  en la cobertura del tipo de cambio del dólar.  4. La propuesta de reforma al artículo 15 del Reglamento de Gestión de Activos, propone que los fondos de pensiones, adquieran coberturas de tipo de cambio, como mínimo para cubrir los riesgos a que puedan estar  expuestos los flujos a pensionados y afiliados, dicho riesgo parece poco probable, en cuanto a su ocurrencia, en el tanto, al menos el 50% del fondo debe estar invertido en el país, mayoritariamente en colones, además de que mensualmente las Operadoras de Pensiones, reciben  flujos importantes de cotizaciones, que perfectamente alcanzan para  mantener a salvo cualquier compromiso para pagar pensiones o realizar libre transferencia, o ambos al mismo tiempo.  5. La implementación de un sistema de coberturas supone un costo adicional para los fondos de pensiones, lo que en nuestro caso no  Encuentra justificación, en virtud de que las Operadoras de Pensiones siempre mantendrán un flujo, suficiente de activos en colones, habida cuenta de que mensualmente se reciben aportaciones en colones que permitirán cubrir cualquier salida de dinero para el pago de las prestaciones en curso.  De acuerdo con los criterios anteriores nos parece que la propuesta de reforma  del artículo 15 del RGA, requiere más análisis y estudios antes de su aprobación, por lo que respetuosamente sugerimos se excluya, la reforma a ese artículo del Reglamento de Gestión de Activos. | **BCCR/SUPEN**  Se trata de un comentario.  **Fondo ICE/SUPEN**  Las inversiones en moneda extranjera están expuestas al riesgo cambiario. Los fondos de pensiones denominados en colones que tienen inversiones en moneda extranjera pueden verse afectados financieramente ante escenarios de apreciación de la moneda local, especialmente para el segmento de personas pensionadas o próximas a estarlo. Por diversas razones económicas y financieras, tanto internas como externas, los episodios de apreciación del colón son observables y el 2022 es un ejemplo de esto. Es prudente establecer mecanismos de mitigación del riesgo cambiario para los recursos de afiliados y pensionados, mediante el uso de instrumentos de cobertura. La práctica de aplicar límites de inversión en moneda extranjera mediante el uso de coberturas cambiarias está presente en la región, habiendo sido utilizada por países como Chile y Colombia, en la línea de permitir cierto nivel de inversión en moneda extranjera sin cobertura.  El artículo 62 de la Ley de Protección de Trabajador permite, en cumplimiento de condiciones, la inversión de los fondos de pensión en valores de emisiones extranjeras hasta en un 50% de activo total administrado. Con datos a setiembre 2022, aproximadamente un tercio de las inversiones del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias están ubicado en emisiones extranjeras y la posición en moneda extranjera es cercana al 40% de las inversiones totales. Las medidas reglamentarias de coberturas cambiarias para fondos de pensión deben considerar la diversificación de los riesgos y la estabilidad de las inversiones, por lo que su aplicación debe considerar una caracterización vigente de los recursos invertidos y plazos suficientes de ajuste y desarrollo.  Se ajusta el porcentaje a partir del cual deben utilizarse coberturas de tipo de cambio de un 40% a un 50% del valor de los activos del fondo y se brinda un transitorio de 18 meses.  Se eliminan, en el texto definitivo, las coberturas sobre los flujos de pago a los afiliados y pensionados, por concepto de pensión, retiros y libre transferencia. El Reglamento de gestión de activos (artículo 31), así como prácticas internacionales van en la línea de las inversiones existentes y no en flujos esperado.    **BNCR/SUPEN**  Se eliminan, en el texto definitivo, las coberturas sobre los flujos de pago a los afiliados y pensionados, por concepto de pensión, retiros y libre transferencia. El Reglamento de gestión de activos (artículo 31), así como prácticas internacionales van en la línea de las inversiones existentes y no en flujos esperado.  El tipo de cambio que se utiliza es el de compra.  En relación con los retiros, ver comentario anterior.  La cobertura es para el fondo de pensiones y por su naturaleza, es posible que hay cambios de valor en el activo que busca cubrir el derivado financiero.  Favor ver un comentario posterior sobre el costo de los derivados.  Adicionalmente, los gestores siempre deberán valorar la efectividad de las coberturas.  Tal como se indicó anteriormente, se elimina en el texto final las coberturas sobre los flujos.  Como se indicó previamente, las coberturas se plantean para las inversiones, cuando se exceda el umbral del 50% y se tendrá un transitorio.  La gestión de la parte descubierta debe ser permanente.  Se agrega que el artículo 22, inciso a), del *Reglamento de Gestión de Activos*, establece que: *“Previo a efectuar operaciones de cobertura, la entidad regulada debe cumplir con los siguientes requisitos:*  *a. Procedimientos para llevar a cabo las operaciones con derivados y su valoración, los cuales establezcan mecanismos de control adecuados, y de información hacia el Órgano de Dirección, Alta Gerencia y los Comités de Inversión y de Riesgos.”*  Son las inversiones en moneda extranjera que superen el umbral definido.  Efectivamente, deben contratarse para cada fondo administrado.  Según la NIF 9, debe realizarse la estimación por pérdidas esperadas, según el modelo de negocio definido por la entidad para el correspondiente fondo (valoración con cambios a resultados, en cuyo caso no se hace esta estimación; valoración con cambios al ORI, donde sí requiere la estimación por pérdidas esperadas; y, costo amortizado (donde el efecto va a resultados, sin valoración).  El *Reglamento de Gestión de Activos* no diferencia entre tipos de contratos *forward.*  Tomar en cuenta que el artículo 19 del Reglamento de gestión de activos dice:  *“Instrumentos autorizados.*  *Para efectos de cobertura, las entidades reguladas pueden realizar por parte de los fondos administrados, operaciones con los siguientes instrumentos financieros derivados: contratos de futuros, contratos a plazo (forwards), permutas financieras (swaps), y contratos de opciones.*  *Para el caso específico de coberturas de tipo de cambio se autorizan, además, los contratos de diferencia.”*  Por otra parte, el costo de las coberturas corresponde al fondo.  Ver comentario anterior.  Los contratos marco, aplicables para mercados OTC, establecen las condiciones generales que aplican a las operaciones particulares que se realicen al amparo del primero (contrato marco). Véase el artículo 27 del Reglamento de Gestión de Activos.  En ambos, dependiendo del modelo de negocio aprobado por los órganos de dirección, según el estándar NIIF 9.  La información correspondiente debe remitirse con la información contable y de portafolios a cada cierre de mes.  El costo dependerá del producto seleccionado, del resultado final de la operación de la cobertura y de cada fondo en particular.  Es por fondo.  El valor del activo es el activo total del correspondiente fondo.  Ver comentarios anteriores sobre el tema.  El *Reglamento de Gestión de Activos* aplica a todos los regulados por la SUPEN.  **CCSS, OPC/SUPEN**  Se trata de un comentario.  .  **Popular, OPC/SUPEN**  1. Mercado inexistente de coberturas.  Ver comentarios: **Fondo ICE/SUPEN**.  **2. Costos y comisiones.**  La política monetaria corresponde al Banco Central de Costa Rica, lo mismo que el Monex.  Además, favor ver comentarios: **Fondo ICE/SUPEN**.  **3. Implicaciones y decisiones**  La disminución en el límite máximo del sector público tiene una amplia gradualidad para no generar inestabilidad en el sector.  En relación con las coberturas, ver comentarios anteriores.  **4. Costos imputables**  El artículo 19 del Reglamento de Gestión de Activos establece que: “Para efectos de cobertura, las entidades reguladas pueden realizar por parte de los fondos administrados, operaciones con los siguientes instrumentos financieros derivados: contratos de futuros, contratos a plazo (forwards), permutas financieras (swaps), y contratos de opciones.”  Adicionalmente, los artículos 63 y 64 del mismo reglamento, establecen los costos imputados al fondo y a las entidades.  Los derivados de coberturas son para protección de los activos de los afiliados, de manera que, en el caso concreto, las volatilidades en los precios de las monedas extranjeras en que están nominadas las inversiones de los fondos, nominados en moneda local y con pasivos en colones, no perjudiquen a los afiliados o pensionados que, al momento, soliciten traslados hacia otras entidades, adquieran un producto de desacumulación o cuando realicen un retiro de recursos.  Las garantías son, consecuentemente, con activos del propio fondo (véase art. 25 del RGA).  Si bien los costos de los contratos marco son imputables a las entidades, según indica el artículo 64, antes citado, tratándose de mercados OTC, no señala dicha norma el costo de las operaciones particulares que se realicen al amparo del mismo, de donde, de natural, los costos por las operaciones particulares deben ser asumidos por los fondos, a contrario sensu.  **5. Garantías**  Los contratos de coberturas no necesariamente implican la creación de una línea de crédito.  No queda claro a qué se refiere el comentario respecto de la exposición a los fondos administrados *“a procesos*  *tributarios adversos para los afiliados”.*  **6. Implementación forzosa.**  Se está planteando un plazo de 18 meses.  **Vida Plena, OPC/SUPEN**  Se elimina la cobertura sobre los flujos para el pago de pensiones, traslados y retiros.  En relación con la inexistencia de oferta, véase el comentario **Fondo ICE/SUPEN s**obre el particular.  **ACOP/SUPEN**  La diversificación de las inversiones, fundamental en una adecuada gestión de un fondo de pensiones, no es incompatible sino complementaria con una adecuada gestión de los riesgos a través del uso de derivados de coberturas.  Se elimina la cobertura sobre los flujos para el pago de pensiones, traslados y retiros.  La utilización de derivados de cobertura está prevista en el artículo 63 de la Ley No. 7983 y en los artículos 18 y siguientes del *Reglamento de Gestión de Activos,* por lo que sí es posible su utilización.  Véanse los comentarios en: **Fondo ICE/SUPEN.**  Ver los comentarios  **Fondo ICE/SUPEN**.  Véanse los comentarios en: **Fondo ICE/SUPEN**  Véanse los comentarios en: **Fondo ICE/SUPEN**  Se elimina la cobertura sobre los flujos para el pago de pensiones, traslados y retiros.  Véanse los comentarios en: **Fondo ICE/SUPEN**    En lo concerniente a los costos véase el comentario correspondiente a **BNCR/SUPEN.** | “**Artículo 15. Monedas permitidas**  **(…)**  La suma de las inversiones en moneda extranjera que puede tener sin cobertura de tipo de cambio un fondo de pensiones denominado en colones, no podrá exceder del 50% del valor de su activo.  La anterior disposición también aplica al Fondo de Capitalización Laboral.” |
| “**Artículo 67. Límites generales.**  Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:  a. En valores emitidos por el Sector Público local hasta el 60%.  b. En valores emitidos en el mercado extranjero hasta el 25%. Las inversiones en valores extranjeros podrán sobrepasar el límite del 25%, hasta el 50%, siempre que las entidades reguladas demuestren, mediante estudios técnicos, que las inversiones por realizar cumplen con las condiciones previstas en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador, de acuerdo con las disposiciones que para tal efecto dicte el superintendente mediante acuerdo.  (…)”. |
| “**Artículo 68. Límites por tipo de instrumento.**  Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:  (…)  b. Títulos representativos de propiedad:  (…)  ii. Hasta un 15% en instrumentos de nivel II.  (…)’  La ampliación del límite establecido en el artículo 67, literal b., podrá aplicar de manera proporcional a los límites definidos en este artículo para los instrumentos extranjeros del nivel I.” |
| **Transitorio V.**  La obligatoriedad del uso de coberturas de tipo de cambio último establecida en el último párrafo del artículo 15, entra a regir seis meses después de la entrada en vigencia de la reforma. | | **BNCR**  Debido a que este cambio implica realizar modificaciones a los sistemas de información de inversiones y de contabilidad, lo cuales no son proyectos considerados dentro de la planificación del año en curso. Para que el área de TI estime un tiempo de desarrollo, las Gerencias involucradas deben remitir a estudio y análisis el detalle de los requerimientos, los cuales no han sido conceptualizados; por lo anterior se considera que seis meses para aplicar estos cambios no es tiempo suficiente, por lo tanto se solicita considerar dar un plazo entre 12 y 24 meses después de la entrada en vigencia de la reforma.  **ACOP**  El transitorio V que se propone debería correr la misma suerte, que el artículo 15 que analizamos el acápite B, debería postergarse su aprobación hasta que  cuente con más elementos técnicos que permitan establecer un sistema de coberturas, que no sea un impuesto o un costo innecesario, con el que deba cargar los fondos complementarios de pensiones y el FCL.  Nuestras observaciones y aportes anteriores, se emiten sin perjuicio de que las Operadoras de Pensiones Complementarias hagan llegar directamente otras  observaciones a la propuesta de reforma al reglamento.  **Vida Plena, OPC**  Consistente con lo indicado en nuestras observaciones para la propuesta de modificación del artículo 15, se reitera que no estamos de acuerdo con la obligación de tomar coberturas de tipo de cambio. No obstante, el plazo propuesto resulta desde nuestro concepto antojadizo, al menos con la información que mantenemos, ya que desconocemos si existirán oferentes, pero sobre todo porque implica preparación a nivel de sistemas y formación, que son requisitos dispuestos en el RGA, de manera que esta norma, desde nuestra perspectiva, también resulta contradictoria con el RGA.  **Fondo ICE**  El transitorio V propuesto también establece un plazo relativamente corto para la implementación de los párrafos que estarían agregando al artículo 15 del  Reglamento de Gestión de Activos, lo cual prácticamente estaría forzando la  creación de un mercado de coberturas cambiarias, la cual tendría dentro de  sus efectos adversos, la contratación de coberturas por parte de los fondos de  pensiones con primas excesivas dadas las características del mercado de  divisas de nuestro país, lo cual se traduciría en mayores costos y por ende  menores rendimientos para los afiliados a cada régimen. | **BNCR/SUPEN**  Se está planteando un plazo de 18 meses año.  Se corrige el número de transitorio.  **ACOP/SUPEN**  Tómese nota de los comentarios a las consultas relacionadas, atrás.  **Vida Plena, OPC/SUPEN**  Tómese nota de los comentarios a las consultas relacionadas, atrás.  **Fondo ICE/SUPEN**  Tómese nota de los comentarios a las consultas relacionadas, atrás. | **Transitorio VI.**  La obligatoriedad del uso de coberturas de tipo de cambio último establecida en los dos últimos párrafos del artículo 15, entrará a regir dieciocho meses después de la entrada en vigor de la reforma.  Esta transitoriedad podrá ser modificada, dependiendo de las condiciones de oferta y demanda prevalecientes en los mercados correspondientes. |