**MATRIZ DE OBSERVACIONES**

**TEXTO VIGENTE / TEXTO PROPUESTO**

**Reforma parcial al Acuerdo SP-A-267-2024, quince horas del día quince de enero de 2024.**

**Detalle de las observaciones recibidas según oficios SP-925-2024 del 2 de setiembre y SP-1017-2024 del 16 de setiembre:**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Nombre de la entidad** | **SP-925-2024** | **SP-1017-2024** |
| Popular Pensiones OPC, S.A. | PEN-0782-2024  04 de setiembre del 2024 | PEN-0831-2024  25 de setiembre del 2024 |
| BN Vital OPC, S.A. | BNVital-GG-286-2024  12 de setiembre del 2024 | BNVital-GG-299-2024  18 de setiembre del 2024 |
| BCR Pensiones OPC, S.A. | BCROPC-323-24  12 de setiembre del 2024 | Sin respuesta |
| BAC San José OPC, S.A. | BAC-OPC-150-2024  13 de setiembre del 2024 | BAC-OPC-154-2024  23 de setiembre del 2024 |
| Vida Plena OPC, S.A. | GG-114-2024  16 de setiembre del 2024 | GG-120-2024  1 de octubre del 2024 |
| OPC CCSS, S.A. | GG-287-2024  17 de setiembre del 2024 | GG-304-2024  1 de octubre del 2024 |
| ACOP | ACOP-037-2024  17 de setiembre del 2024 | Sin respuesta |

**Análisis comparativo:**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **TEXTO VIGENTE** | **TEXTO PROPUESTO** | **OBSERVACIONES** | **TEXTO FINAL** |
|  | ***“Considerando #5:***  *La experiencia internacional (Colombia, decreto 2555, del 2010; México, Disposiciones de Carácter General en Materia Financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, 2020) ha incorporado métricas de seguimiento, que requieren información histórica luego de los cambios estructurales en la gestión de las inversiones, como mecanismo para la verificación del cumplimiento de los objetivos de los fondos de pensiones. Estas métricas permiten al supervisor analizar los ajustes a sus estrategias de inversión de las entidades, en caso de encontrar desviaciones con respecto a lo planeado”.* | **OPC CCSS (**GG-287-2024)**:** Una vez leído este considerando, surge la duda de si a nivel de las Operadoras debemos trabajar con el establecimiento de objetivos con datos prospectivos, pues aquí se mencionan contrariamente datos retrospectivos.  Respuesta:  Se aclara. Es interés del supervisor que las proyecciones que realicen los gestores tengan la mayor información posible al momento de su formulación, de ahí que se proponga un mayor plazo para la recolección de datos de la gestión de los fondos generacionales. | ***“Considerando #5:***    *La experiencia internacional (Colombia, decreto 2555, del 2010; México, Disposiciones de Carácter General en Materia Financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, 2020) ha incorporado métricas de seguimiento, que requieren información histórica luego de los cambios estructurales en la gestión de las inversiones, como mecanismo para la verificación del cumplimiento de los objetivos de los fondos de pensiones. Estas métricas permiten al supervisor analizar los ajustes a sus estrategias de inversión de las entidades, en caso de encontrar desviaciones con respecto a lo planeado”.* |
| **Artículo 4. Error de seguimiento**  El error de seguimiento es la desviación de la trayectoria declarada por la operadora de pensiones para cada fondo generacional del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias respecto de su desempeño observado.  Los rangos de desviación deben ser declarados en la política de inversiones de cada uno de los fondos.  Las operadoras de pensiones deberán verificar periódicamente el rendimiento del fondo y compararlo contra el rendimiento objetivo declarado en su trayectoria de inversión.  Cuando se produzcan desviaciones, se aplicará lo que indica el artículo 6. | ***“Artículo 4. Desviación de la trayectoria***  *Corresponde a la diferencia entre los porcentajes por clase de activos en la trayectoria de inversión óptima y la composición del portafolio para dicha clase, en un momento dado.*  *El órgano de dirección definirá de forma técnica los rangos tolerables de desviación para cada fondo generacional a lo largo del tiempo. Dichos rangos deben considerar la Declaración de Apetito al Riesgo de acuerdo con la política de inversión y cumplir con la comunicación indicada en el artículo 8 de este acuerdo.*  *Cuando se produzcan desviaciones fuera del rango de tolerancia, la entidad aplicará lo que indica el artículo 6 de este acuerdo”.* | **BN Vital (**BNVital-GG-286-2024)**:** La reforma del artículo 4 señala que: “El órgano de dirección definirá de forma técnica los rangos tolerables de desviación para cada fondo generacional a lo largo del tiempo. Dichos rangos deben considerar la Declaración de Apetito al Riesgo de acuerdo con la política de inversión y cumplir con la comunicación indicada en el artículo 8 de este acuerdo”, sin embargo; no se eliminó o modificó el artículo 6 en lo que respecta al límite del 5% sobre el error de seguimiento: “Cuando se presenten desvíos por seis meses consecutivos o cuando el error de seguimiento a la trayectoria de inversión sea superior a un 5%”. Lo anterior implica un tope al rol del Órgano de Dirección al establecerse los rangos de tolerancia en dicho artículo, aspecto que podría ser una contradicción al espíritu de la reforma, por lo que solicitamos su aclaración.  Respuesta:  Se acepta la observación y se atiende con la modificación del artículo 6.  **BAC (**BAC-OPC-150-2024)**:** Desviación de la trayectoria, dado que la propuesta de reforma plantea que es el órgano de dirección quien debe definir de forma técnica los rangos tolerables de desviación para cada fondo generacional a lo largo del tiempo, consideramos que se debe eliminar el párrafo 2 del Artículo 6. Modificación de la trayectoria que indica: “Cuando se presenten desvíos por seis meses consecutivos o cuando el error de seguimiento a la trayectoria de inversión sea superior a un 5%, las operadoras de pensiones deberán plantear una modificación a la trayectoria de inversión”.  Respuesta:  Se acepta la observación y se atiende con la modificación del artículo 6.  **Vida Plena (**GG-114-2024): La modificación realizada en el primer párrafo del artículo 4 está alineada con las observaciones que ha venido realizando nuestra operadora, donde desde nuestra perspectiva, el error de seguimiento o desvío de trayectoria, como Supén lo denomina en el título del artículo, viene a brindar mayor claridad sobre su determinación.  Respuesta:  Se toma nota.  **OPC CCSS (**GG-287-2024): a) Mantener el nombre del artículo, según el SP-A-267-2024, el cual se denomina “Error de seguimiento”. b) Ajustar la definición de Error de seguimiento dentro de dicho artículo. c) Mantener el requerimiento de verificar periódicamente el rendimiento del fondo contra el rendimiento objetivo declarado en la trayectoria de inversión. d) Sugiere la siguiente redacción para el texto: *“Artículo 4. Error de seguimiento. El error de seguimiento es la desviación* ***del rendimiento objetivo declarado en la trayectoria de inversión*** *por la operadora de pensiones para cada fondo generacional del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias respecto de su desempeño observado.*  *Los rangos de desviación deben ser declarados en la política de inversiones de cada uno de los fondos.*  *Las operadoras de pensiones deberán verificar periódicamente el rendimiento del fondo y compararlo contra el rendimiento objetivo declarado en su trayectoria de inversión.*  *Cuando se produzcan desviaciones, se aplicará lo que indica el artículo 6”.*  Respuesta:  No se acepta la observación. La reforma planteada trabaja en esta etapa inicial de los fondos generacionales con los desvíos sobre la trayectoria, mientras el régimen recopila información sobre el desempeño de los fondos para abordarlo posteriormente de forma cuantitativa.  **ACOP (**ACOP-037-2024): Sugiere la siguiente redacción para el texto: *“Artículo 4. Desviación de la trayectoria. Corresponde a la diferencia entre los porcentajes por clase de activos en la trayectoria de inversión óptima y la composición del portafolio para dicha clase, en un momento dado* ***y mide diferencia en la composición del portafolio en relación con la estrategia de asignación de activos (distribución de activos) planificada.***  *El órgano de dirección definirá de forma técnica los rangos tolerables de desviación para cada fondo generacional a lo largo del tiempo. Dichos rangos debe* ***ser declarados en la política de inversiones de cada uno de los fondos deben*** *considerar la Declaración de Apetito al Riesgo de acuerdo con la política de inversión y cumplir con la comunicación indicada en el artículo 8 de este acuerdo.*  *Cuando se produzcan desviaciones fuera del rango de tolerancia, la entidad aplicará lo que indica el artículo 6 de este acuerdo”.*  Respuesta:  No se acepta la inclusión de los textos sugeridos ya que redundan en el concepto. En cuanto al texto “*deben ser declarados en la política de inversiones de cada uno de los fondos deben”*, ya forma parte del artículo 6 del RGA, por lo que no es necesario su inclusión en este artículo. | ***“Artículo 4. Desviación de la trayectoria***    *Corresponde a la diferencia entre los porcentajes por clase de activos en la trayectoria de inversión óptima y la composición del portafolio para dicha clase, en un momento dado.*    *El órgano de dirección definirá de forma técnica los rangos tolerables de desviación para cada fondo generacional a lo largo del tiempo. Dichos rangos deben considerar la Declaración de Apetito al Riesgo de acuerdo con la política de inversión y cumplir con la comunicación indicada en el artículo 8 de este acuerdo.*    *Cuando se produzcan desviaciones fuera del rango de tolerancia, la entidad aplicará lo que indica el artículo 6 de este acuerdo”.* |
| **Artículo 6. Rebalanceo del portafolio**  La trayectoria de inversión podrá ser modificada por el Órgano de Dirección por razones técnicas debidamente justificadas, previo análisis y discusión por parte del Comité de Riesgo y de Inversiones. Igual procedimiento deberá seguirse en caso de que la operadora decida no realizar ajustes a la trayectoria de inversiones de un fondo.  Cuando se presenten desvíos por seis meses consecutivos o cuando el error de seguimiento a la trayectoria de inversión sea superior a un 5%, las operadoras de pensiones deberán plantear una modificación a la trayectoria de inversión.  La trayectoria de inversión no podrá ser modificada con el propósito de obtener resultados de rentabilidad de corto plazo. Deberá calibrarse en el tiempo para que logre alcanzar el objetivo de rentabilidad y de tasa de reemplazo declarado por cada operadora para cada uno de los fondos generacionales del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias. De modificarse, la misma deberá ser inmediatamente comunicada a la Superintendencia de Pensiones y a los afiliados, por los medios correspondientes, una vez aprobada por el Órgano de Dirección. | ***“Artículo 6. Modificación de la trayectoria***  *La trayectoria de inversión podrá ser modificada por el Órgano de Dirección por razones técnicas debidamente justificadas, previo análisis y discusión por parte del Comité de Riesgo y de Inversiones. Igual procedimiento deberá observar cuando la operadora decida no realizar ajustes a la trayectoria de inversiones de un fondo.*  *La trayectoria de inversión no podrá ser modificada con el propósito de obtener resultados de rentabilidad de corto plazo. Deberá calibrarse en el tiempo para lograr alcanzar el objetivo de rentabilidad y de tasa de reemplazo declarado por cada operadora para cada uno de los fondos generacionales del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias. De modificarse, la misma deberá ser inmediatamente comunicada a la Superintendencia de Pensiones y a los afiliados, por los medios correspondientes, una vez aprobada por el Órgano de Dirección.”* | **BAC** (BAC-OPC-154-2’24): no tenemos comentarios ni observaciones adicionales a las ya planteadas en el oficio BAC-OPC-150-2024 del 13 de setiembre de 2024.  Respuesta:  Se toma nota.  **BN Vital (**BNVital-GG-286-2024)**:** Como se cambia el concepto de “error de seguimiento” por “Desviación de la trayectoria” se debe indicar en el artículo sexto si el 5%, o el porcentaje que defina el Órgano de Dirección aplica sobre la “Desviación de la trayectoria” u otro indicador distinto o se elimina del todo. Sobre este particular también requerimos se nos aclare lo correspondiente.  **BN Vital** (BNVital-GG-299-2024): el artículo citado acoge nuestras recomendaciones propuestas remitidas  mediante el oficio BNVital-GG-286-2024, remitido el 12 de septiembre del año en curso.  Respuesta:  Se acepta y se atiende con la modificación del artículo 6.  **Popular Pensiones** (PEN-0831-2024): es fundamental definir con claridad el plazo y los medios de comunicación que se utilizarán para informar a los afiliados, en caso de que se apliquen cambios en la trayectoria de inversión.  Respuesta:  Se aclara que la comunicación a los afiliados se realiza de conformidad con el artículo 75 del Reglamento de Gestión de Activos (folleto informativo).  **BCR (**BCROPC-323-24)**:** Sobre la modificación del artículo 6, en donde únicamente se plantea la modificación del título, consideramos que, con miras a poder ajustar los portafolios a la trayectoria óptima, se requiere 12 meses de plazo previo a que entre a regir el límite del 5% establecido en dicho artículo. Este ajuste sería congruente con el transitorio planteado en la consulta.  Respuesta:  Se acepta y se atiende con la modificación del artículo 6.  **Vida Plena (**GG-114-2024)**:** En el artículo 6 actual no se modificó y se mantiene un 5% máximo de desvío de la trayectoria, con lo cual por restricción regulatoria hace innecesaria la decisión de la Junta Directiva de modificar la trayectoria de inversión. De manera consistente, hemos venido reiterando la necesidad de ampliar el desvío máximo durante un periodo que denominamos transición cercana a los 3 años. Principalmente, como protección a los afiliados por eventuales recomposiciones, rebalanceos o modificaciones de trayectoria, este último según la modificación del título del artículo 6.  **Vida Plena** (GG-120-2024): con la realización de ese ajuste se subsana lo que se manifestó en el oficio GG-114-2024, respecto a la propuesta del SP-A-267 entre el artículo 4 y el segundo párrafo del artículo 6 que mantenía un tracking error del 5%; así que no se tienen más observaciones.  Respuesta:  No se acepta. Cálculos realizados por Supen, con apoyo de la información provista por el sector, sugieren la posibilidad de realizar ajustes a la trayectoria, que, dependiendo de diferentes supuestos (vencimientos, flujo de caja neto, disponibilidades, entre otros), pueden ser en plazos inferiores a los 12 meses. Esto, sin contar con el periodo de preparación de 15 meses otorgado en la reglamentación para el inicio en operación de los fondos generacionales, lo que da finalmente 33 meses en total, resultado cercano a los tres años mencionados.  Con respecto al segundo párrafo, se acepta la recomendación y se atiende con la modificación del artículo 6.  **OPC CCSS (**GG-287-2024): a) Mantener el nombre del artículo, según el SP-A-267-2024, el cual se denomina “Rebalanceo del portafolio”; b) Aplicar a este artículo la actualización de la definición de error de seguimiento; c) Incluir la posibilidad de contar con un Plan de Atención cuando se presenten desvíos en la trayectoria de inversión; d) Sugiere la siguiente redacción para el texto: *“Artículo 6. Rebalanceo del portafolio La trayectoria de inversión podrá ser modificada por el Órgano de Dirección por razones técnicas debidamente justificadas, previo análisis y discusión por parte del Comité de Riesgo y de Inversiones. Igual procedimiento deberá* ***seguirse en caso de que la operadora*** *decida no realizar ajustes a la trayectoria de inversiones de un fondo.*  ***Cuando se presenten desvíos por seis meses consecutivos o cuando el error de seguimiento sea superior a un 5%, las operadoras de pensiones deberán plantear un Plan de Atención o una modificación a la trayectoria de inversión.***  *La trayectoria de inversión no podrá ser modificada con el propósito de obtener resultados de rentabilidad de corto plazo. Deberá calibrarse en el tiempo para que logre alcanzar el objetivo de rentabilidad y de tasa de reemplazo declarado por cada operadora para cada uno de los fondos generacionales del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias. De modificarse, la misma deberá ser inmediatamente comunicada a la Superintendencia de Pensiones y a los afiliados, por los medios correspondientes, una vez aprobada por el Órgano de Dirección”.*  **OPC CCSS** (GG-304-2024): no tiene observaciones al SP-1017-2024.  Respuesta:  No se aceptan las observaciones. Incisos a) y b): la reforma planteada trata los temas mencionados con la introducción de desvíos sobre la trayectoria, sin ser necesario un cambio en el nombre de artículos o textos adicionales.  Incisos c) y d): esta observación se aborda con la modificación del artículo 6.  **ACOP(**ACOP-037-2024): Sugiere la siguiente redacción para el texto: *“Artículo 6. Modificación de la trayectoria o rebalanceo de portafolio. La trayectoria de inversión podrá ser modificada por el Órgano de Dirección por razones técnicas debidamente justificadas, previo análisis y discusión por parte del Comité de Riesgo y de Inversiones. Igual procedimiento deberá seguirse en caso de que la operadora decida no realizar ajustes a la trayectoria de inversiones de un fondo.*  *Cuando se presenten desvíos por seis meses consecutivos o cuando el* ***desvió de*** *la trayectoria de inversión sea superior a un 5%, las Operadoras de pensiones deberán plantear una modificación a la trayectoria de inversión.*  *La trayectoria de inversión no podrá ser modificada con el propósito de obtener resultados de rentabilidad de corto plazo. Deberá calibrarse en el tiempo para que logre alcanzar el objetivo* ***composición del portafolio declarado*** *por cada Operadora para cada uno de los fondos generacionales del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias. De modificarse, la misma deberá ser inmediatamente comunicada a la Superintendencia de Pensiones y a los afiliados, por los medios correspondientes, una vez aprobada por el Órgano de Dirección.”*  Respuesta: Ver atención de comentario anterior. | ***“Artículo 6. Modificación de la trayectoria***    *La trayectoria de inversión podrá ser modificada por el Órgano de Dirección por razones técnicas debidamente justificadas, previo análisis y discusión por parte del Comité de Riesgo y de Inversiones. Igual procedimiento deberá observar cuando la operadora decida no realizar ajustes a la trayectoria de inversiones de un fondo.*  *La trayectoria de inversión no podrá ser modificada con el propósito de obtener resultados de rentabilidad de corto plazo. Deberá calibrarse en el tiempo para lograr alcanzar el objetivo de rentabilidad y de tasa de reemplazo declarado por cada operadora para cada uno de los fondos generacionales del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias. De modificarse, la misma deberá ser inmediatamente comunicada a la Superintendencia de Pensiones y a los afiliados, por los medios correspondientes, una vez aprobada por el Órgano de Dirección.”* |
| **Artículo 8. Comunicación al supervisor**  (…)  ii.- La fórmula de cálculo del error de seguimiento en cada periodo y los datos utilizados, de manera que pueda replicarse para efectos de supervisión.  iii.- El desvío real y el umbral de tolerancia que defina el órgano de dirección.  (…) | ***“Artículo 8. Comunicación al supervisor***  *(…)*  *ii. (Derogado)*  *iii. El desvío de la trayectoria y el rango de tolerancia definido por el órgano de dirección.*  *(…)”* | **OPC CCSS (**GG-287-2024)**:** Se considera oportuno mantener la redacción del SP-A-267-2024 en los incisos ii. y iii. del artículo 8, para mantener congruencia con el artículo 4 y 6 indicados anteriormente. **Justificación/explicación de las recomendaciones a los artículos 4, 6 y 8:** Desde la perspectiva de esta Operadora, se considera relevante la reformulación de estos artículos con el fin de contar con mayor claridad sobre la movilización de la administración y supervisión de los fondos generacionales a la aplicación de prácticas financieras aceptadas internacionalmente, en pro del beneficio del afiliado, pues es el uso del concepto Error de seguimiento, el que proporciona la correcta medición del desempeño de la gestión de los portafolios de inversión en comparación a un objetivo declarado en la trayectoria de inversión de cada fondo generacional y no la medición propia sobre del cumplimiento de la trayectoria de inversión.  Respuesta:  No se acepta. El texto propuesto en la norma consultada busca implementar el concepto normativo de desviaciones en la trayectoria.  Abordajes más cuantitativos del desvío de la trayectoria requieren de la recopilación de datos históricos sobre el comportamiento de las inversiones de los fondos generacionales, así como de la madurez del modelo, por lo que otras medidas de desempeño podrán ser incluidas en próximos ajustes normativos.  **ACOP (**ACOP-037-2024): Sugiere la siguiente redacción para el texto: Se refiere a la diferencia entre la composición actual del portafolio (distribución de activos) y la asignación óptima según la estrategia de inversión predefinida (la trayectoria de inversión).  *“Artículo 8. Comunicación al supervisor. La trayectoria de inversión* ***como asignación óptima de activos*** *y la tasa de reemplazo deberán documentarse y remitirse a la Superintendencia cuando se aprueben en firme.*  *Cada seis meses, las Operadoras deberán documentar y remitir a la SUPEN los resultados del seguimiento a la trayectoria de inversión y la tasa de reemplazo de cada fondo generacional.*  *Lo anterior deberá realizarse para cada fondo generacional y, como mínimo, deberán contener:*  *i. La evaluación de la trayectoria de inversión,* ***como la diferencia entre la composición actual del portafolio (distribución de activos) y la asignación óptima según la estrategia de inversión predefinida.***  *ii. Derogado*  *iii. El desvío real y el umbral de tolerancia que defina el órgano de dirección.”*  Respuesta:  No se acepta la recomendación de redacción del primer párrafo ya que no fortalece el entendimiento del artículo. No se acepta la recomendación de redacción del inciso i), al haber sido la definición de la desviación de la trayectoria atendida en el artículo cuarto. | ***“Artículo 8. Comunicación al supervisor***  *(…)*  *ii. (Derogado)*  *iii. El desvío de la trayectoria y el rango de tolerancia definido por el órgano de dirección.*  *(…)”* |
|  | ***“Transitorio***  *El inciso ii del artículo 2 de este acuerdo entrará en vigor doce meses después de la fecha de inicio de operación de los fondos generacionales.”* | **BAC (**BAC-OPC-150-2024): nuestros análisis indican que un periodo más apegado a la realidad para realizar la migración a los fondos objetivo es un rango de 24 meses, en lugar de 12 meses, como se propone en el documento. Los motivos  se presentan a continuación:  a) La posibilidad de usar el crecimiento orgánico de la cartera para realizar el movimiento con la ejecución mínima de ventas (libre transferencia, aportes y cupones).  b) La inconveniencia de efectuar los traslados de mercado internacional en un único punto en el tiempo, especialmente en mercados volátiles como los que hemos estado experimentando desde agosto pasado.  c) La naturaleza sistémica de la migración de las asignaciones estratégicas actuales de todas las operadoras en un único momento en el tiempo, representará un volumen muy significativo y con posible impacto negativo, dada la poca profundidad del mercado local. Para evitar posibles impactos de mercado que pudieran generar afectación a los mismos fondos y, por ende, a los afiliados, es conveniente que el reacomodo de los portafolios se realice de una forma pausada, en un mayor espacio de tiempo.  Respuesta: se toma nota.  **BCR (**BCROPC-323-24): Sobre el transitorio referente a la entrada en vigor del inciso ii del artículo 2, según las estimaciones que se hemos realizado, el portafolio inicial de los fondos generacionales requerirá algunos ajustes importantes en la composición de los activos. De forma que nos parece adecuado el plazo de doce meses propuesto en la reforma.  Respuesta: se toma nota.  **Vida Plena (**GG-114-2024): En relación con el transitorio de 12 meses para mantener la combinación de títulos representativos de propiedad y títulos de deuda, estimamos que el plazo podría resultar insuficiente, por lo que se reitera que por protección de los intereses de los afiliados dadas las características del mercado bursátil local. Adicionalmente, podría entrar en conflicto con el 5% de desvío máximo dispuesto en el artículo 6 del SP-A-267, que como se indicó no sufre modificación.  Respuesta: se toma nota.  **OPC CCSS (**GG-287-2024): En cuanto al plazo de 12 meses establecido en este transitorio para ajustarse al glidepath, nuestra entidad prevé que podrían darse al menos dos escenarios que obligarían a una Operadora a realizar ajustes que podrían ocasionar afectación a los afiliados, uno, que el mercado esté con tendencias a la baja y se generen pérdidas, y, dos, enfrentar problemas de profundidad de mercado, por lo que recomendamos ampliar el plazo hasta 36 meses, o bien, que exista la posibilidad de que si una operadora no logra alcanzar el glidepath en el plazo definido en el transitorio, pueda solicitar más plazo a Supen, por medio de un Plan de Acción.  Respuesta: ver comentarios anteriores sobre el plazo, que, tomando en cuenta las dos fases contenidas, es de 33 meses.  **ACOP (**ACOP-037-2024): En relación con la propuesta de extender a 12 meses la posibilidad de que las Operadoras ajusten la trayectoria de inversión como asignación óptima de activos, o ajuste de las inversiones de cada fondo generacional al glide path, se solicita modificar dicho transitorio para permitir la posibilidad de extender el plazo de ajustes hasta 24 meses, cuando la Operadora demuestre que han ocurrido o están ocurriendo alguna de las siguientes situaciones: 1) el ajuste al glide path podría generar pérdidas de los fondos de los afiliados; 2) Impacto macroeconómico y trastornos en los macro precios; 3) o se deban alinear la asignación óptima de activos con mejores prácticas internacionales.  Sugiere la siguiente redacción para el texto del transitorio: *“Transitorio. El inciso ii del artículo 2 de este acuerdo entrará en vigor doce meses después de la fecha de inicio de operación de los fondos generacionales.* ***No obstante, ante una solicitud debidamente justificada por la Operadora de Pensiones, se podrá extender dicho plazo hasta por veinticuatro meses.”***  Respuesta: se toma nota y se agrega que el proceso de implementación tiene y tendrá a la supervisión velando por su adecuado avance.  Respuesta general:  Cálculos realizados por Supen, con apoyo de la información provista por el sector, sugieren la posibilidad de realizar ajustes a la trayectoria, que, dependiendo de diferentes supuestos (vencimientos, flujo de caja neto, disponibilidades, entre otros), pueden ser en plazos inferiores a los 12 meses. Esto, sin contar con el periodo de preparación de 15 meses otorgado en la reglamentación para el inicio en operación de los fondos generacionales, lo que da finalmente 33 meses en total, resultado cercano a los tres años mencionados.  A pesar de lo anterior, con una visión prudencial y considerando que pueden existir estrategias particulares para la implementación de los fondos generacionales, es juicioso ampliar el plazo originalmente planteado.  Se aceptan parcialmente las recomendaciones de las entidades y se amplía el plazo de este transitorio hasta 18 meses, sin dejar de notar que plazos mayores pueden dificultar que los beneficios de la propuesta se materialicen en la gestión de ahorros de los trabajadores, al no reducir oportunamente los niveles de riesgo de los recursos gestionados. | ***“Transitorio***  *El inciso ii del artículo 2 de este acuerdo entrará en vigor dieciocho meses después de la fecha de inicio de operación de los fondos generacionales.”* |
| **TEXTO VIGENTE** | **TEXTO PROPUESTO** | **OBSERVACIONES ADICIONALES AL TEXTO PROPUESTO** | **TEXTO FINAL** |
|  |  | **BN Vital (**BNVital-GG-286-2024)**:** Nos parece importante valorar la suspensión del derecho que permite ejercer libre transferencia para los afiliados que son parte del FGA, al menos para ese primer periodo de ajuste. Lo anterior porque existe una posibilidad que se presente un escenario que afecte en mayor porcentaje los límites declarados en cada OPC, en vista de que hay muchos factores en esta primera fase que pueden influir en el indicador de la desviación de trayectoria.  Respuesta:  Lo indicado no forma parte del objeto de la consulta. No obstante, se toma nota. |  |
|  |  | **Vida Plena (**GG-114-2024)**:** Es necesario recordar que nos encontramos realizando ejercicios de optimización, asignación de activos por generación, calce de plazos entre activos y flujos de efectivo, etc., según el cronograma suministrado por Vida Plena y al cual ha venido dando seguimiento la Superintendencia, según se indica en el Considerando 11 de esta propuesta de modificación. En otras, palabras nos enfrentamos a un cambio inédito en la gestión del fondo ROP que se encuentra en etapas preparatorias con lo cual brindar observaciones resulta prematuro. En ese sentido, consideramos que los procesos de transición deben reconocer métricas y controles más flexibles para ir ajustándolos gradualmente a través del tiempo.  Respuesta:  El comentario está alineado al objetivo de la modificación al acuerdo que ha sido propuesto. Se toma nota. |  |
|  |  | **ACOP (**ACOP-037-2024)**:** Las reformas propuestas en los artículos 4, 6 y 8 muestran una falta de claridad conceptual y eventualmente hace una mezcla indebida de términos que podrían generar confusión en la aplicación práctica que hagan las Operadoras del oficio SP-A-267-2024.  Respuesta:  No se acepta. El texto propuesto mantiene la alineación de conceptos con respecto a la reglamentación aprobada y busca implementar el concepto normativo de desviaciones en la trayectoria. Adicionalmente, como se indicó en la atención de comentarios anteriores, abordajes más cuantitativos del desvío de la trayectoria requieren de la recopilación de datos históricos sobre el comportamiento de las inversiones de los fondos generacionales, así como de la madurez del modelo, por lo que otras medidas de desempeño podrán ser incluidas en próximos ajustes normativos.  De conformidad con la propuesta de reforma al artículo 4, se plantea sustituir el término "error de seguimiento" por el concepto de "desviación de la trayectoria".  Este cambio implica un desplazamiento del enfoque de la Supervisión: en lugar de medir si el portafolio alcanza los rendimientos esperados en relación con un índice de referencia (benchmarking interno y externo), o al menos no alcanza la desviación esperada, la cual normalmente se estima en un porcentaje menor del 5%, ahora se evaluaría si la composición del portafolio, se ajusta a la política preestablecida para los fondos generacionales, en cuanto al cumplimiento de los porcentajes de los activos financieros de cada fondo generacional, considerando la renta fija y la renta variable. No obstante, el mismo artículo utiliza la frase "desviación de la trayectoria" para describir la diferencia entre los porcentajes asignados a cada clase de activo en la trayectoria óptima y la composición real del portafolio en un momento dado.  Esta falta de precisión en la definición del término supervisar puede generar confusión y dar lugar a interpretaciones erróneas sobre el aspecto que se está supervisando realmente: el cumplimiento de la estrategia de inversión o la rentabilidad del fondo.  El "error de seguimiento" es un término ampliamente aceptado en la práctica financiera, utilizado para describir la diferencia entre el rendimiento real de un portafolio y el rendimiento de su índice de referencia. Este concepto es fundamental porque permite medir de manera precisa la capacidad de un gestor de inversiones para generar rentabilidad comparada con una referencia estándar del mercado. El problema que tenemos en Costa Rica es que no existen índices que permitan hacer esas estimaciones.  Al sustituir "error de seguimiento" por "desviación de la trayectoria", se percibe un cambio en el enfoque del Supervisor en la normativa que emite: la atención se desplaza de la evaluación del rendimiento de los fondos hacia el cumplimiento de una política de inversión específica preestablecida para los fondos generacionales.  Respuesta: ver comentario anterior.    Esta modificación podría tener implicaciones significativas ya que la medición del desempeño se enfocaría, en si la composición del portafolio sigue los porcentajes definidos por clase de activos, sin que sea necesario considerar si dicha composición está produciendo los resultados esperados en términos de rentabilidad.  Esta reformulación puede llevar a un desenfoque de los objetivos primarios de la regulación que estaba orientada a la “inversión y los rendimientos”, pues ahora se estaría promoviendo un enfoque demasiado rígido en la estructura del portafolio. Como consecuencia, podría incentivar a cumplir estrictamente con la composición establecida de activos, en lugar de buscar estrategias que optimicen los rendimientos ajustados al riesgo en beneficio de los afiliados.  Respuesta:  Ver comentario anterior.  Con respecto a “*un enfoque demasiado rígido en la estructura del portafolio”*, precisamente la reforma va en la dirección de brindar rangos de tolerancia con respecto a la trayectoria de inversión, definidos por las mismas operadoras, de acuerdo con su declaración de apetito al riesgo.  En el artículo 6, el cambio del título de "Rebalanceo del portafolio" a "Modificación de la trayectoria" agrega una serie de confusiones. Este cambio sugiere que la normativa ahora permite ajustar la "trayectoria de inversión" por razones técnicas justificadas. Sin embargo, al utilizar términos como "desviación de la trayectoria" y "error de seguimiento" de manera indistinta, se genera incertidumbre sobre cuál es realmente el objeto de supervisión. En razón de lo anterior, para este artículo 6 del SP-A-267-2024, haremos una propuesta concreta de redacción.  Respuesta:  Ver comentarios anteriores.  Tradicionalmente, el "rebalanceo del portafolio" se refiere a la práctica de ajustar las ponderaciones de los diferentes activos dentro de un portafolio para mantener el nivel de riesgo deseado o para alinearse con las expectativas del mercado.  Respuesta:  Se aclara que el ajuste normativo no utiliza el término rebalanceo.  Cambiar el término a "modificación de la trayectoria" sin una definición clara podría implicar que cualquier ajuste en el portafolio debe estar justificado exclusivamente por desviaciones de la trayectoria óptima definida, ignorando la necesidad de ajustes en función de las condiciones del mercado o del rendimiento. Esto podría limitar la flexibilidad de las Operadoras para adaptarse a cambios en el entorno económico o financiero, afectando negativamente la capacidad de gestionar los riesgos y optimizar los rendimientos.  Respuesta:  Se aclara. Como se ha apuntado anteriormente, la reforma va en la dirección de brindar rangos de tolerancia con respecto a la trayectoria de inversión, definidos por las mismas operadoras, de acuerdo con su declaración de apetito al riesgo.  Finalmente, en el artículo 8, la reforma introduce el término "trayectoria" en el contexto de la evaluación de las inversiones, pero, aquella "evaluación de la trayectoria" parece ser un concepto distinto del "error de seguimiento". Esto añade un nivel adicional de complejidad y falta de claridad. La "desviación de la trayectoria", tal como se plantea, no es un término reconocido o definido en la práctica financiera estándar, y carece del respaldo conceptual que tiene el "error de seguimiento".  Respuesta:  Ver comentarios anteriores.    El concepto de "error de seguimiento" es bien entendido como una medida de la eficacia de un gestor en comparación con un índice de referencia, mientras que "desviación de la trayectoria" no tiene una definición técnica establecida ni es un uso común en la industria. Si el objetivo es supervisar ambos aspectos —tanto el cumplimiento de la política de inversión como el rendimiento del portafolio—, es fundamental que se aclaren los términos directamente en el Reglamento de Gestión de Activos y se definan claramente las métricas que se utilizarán para cada objetivo. La falta de precisión en los conceptos puede llevar a malinterpretaciones, errores de implementación y, en última instancia, a una supervisión menos eficaz.  Respuesta:  Ver comentarios anteriores.  Finalmente consideramos que los conceptos rebalanceo y modificación de trayectoria, deberían estar en las definiciones del Reglamento de Gestión de Activos, para seguridad y certeza de todos.  Respuesta:  Ver comentarios anteriores.     * Sobre el transitorio, ACOP justifica lo siguiente:   5.1. Riesgo de materialización de pérdidas: La implementación del transitorio en un plazo de 12 meses podría inducir a las Operadoras de Pensiones a deshacerse aceleradamente de títulos de renta fija para adquirir títulos de renta variable, para cumplir con la asignación de activos para las cohortes C) y D) fundamentalmente. Estos cambios en un periodo tan corto pueden llevar a una "venta forzada," es decir, a la necesidad de vender los títulos de renta fija independientemente de las condiciones del mercado.  En un escenario donde los mercados financieros atraviesan por alta volatilidad o baja liquidez —como ocurrió en 2022 o en agosto del 2024—, estas ventas forzadas pueden tener que realizarse en momentos en que los precios de los títulos de renta fija son bajos. Esto significa que las Operadoras de Pensiones podrían verse obligadas a vender estos títulos con pérdidas significativas respecto a su valor de compra o a su valor nominal.  La venta prematura de estos activos, especialmente si se realiza en un entorno de mercado desfavorable, no solo implica aceptar precios más bajos, sino también interrumpir la estrategia de inversión a largo plazo, lo cual va en contra de la capacidad de los fondos de pensiones para generar rendimientos sostenibles en el tiempo.  Las pérdidas derivadas de una venta apresurada de títulos de renta fija se traducirán en menores rendimientos para los afiliados y éstos verían cómo el valor de sus ahorros se reduce debido a estas pérdidas. Esto afecta tanto a los afiliados actuales como a los futuros, quienes pueden enfrentar un déficit en los fondos acumulados para su pensión.  Una disminución en los rendimientos de los títulos de renta fija provocará una reducción del capital acumulado de los afiliados en el fondo de pensiones. Esto se debe a que las Operadoras tendrán menos ingresos de estos activos para reinvertir, lo cual podría limitar la capacidad de los fondos de pensiones para crecer a lo largo del tiempo. Este impacto es particularmente grave para los afiliados más cercanos a la jubilación, quienes disponen de menos tiempo para recuperar cualquier pérdida en su capital acumulado.  Además, es importante indicar que la percepción de que las Operadoras de Pensiones están vendiendo activos forzosamente, debido a plazos regulatorios estrictos puede erosionar la confianza de los afiliados en la capacidad del sistema para gestionar adecuadamente sus inversiones.  También la tasa de reemplazo puede verse negativamente afectada por las pérdidas materiales en el corto plazo. Si las Operadoras venden títulos de renta fija a precios bajos, los rendimientos futuros se reducen, y esto se traduce directamente en una menor tasa de reemplazo. Los afiliados que contaban con un nivel de ingresos adecuado durante su jubilación podrían encontrarse con un déficit que no se esperaban  Un plazo que se pueda extender hasta 24 meses permitirá a las Operadoras de Pensiones hacer el proceso gradualmente, esperando mejores condiciones del mercado para maximizar el valor de sus ventas. Esto reduce el riesgo de materialización de pérdidas y protege los intereses de los afiliados al asegurar que las transacciones se realicen en los mejores términos posibles.  Al proporcionar más tiempo, las Operadoras de Pensiones pueden gestionar sus portafolios de manera más efectiva, optimizando los rendimientos y minimizando las pérdidas, lo cual beneficia directamente a los afiliados. Esta medida protegería el valor de sus inversiones, asegurando una mayor estabilidad y previsibilidad en el crecimiento de los fondos.  5.2. Impacto macroeconómico y trastornos en los macroprecios: Si todas las Operadoras de Pensiones deben ajustar sus portafolios simultáneamente dentro de un plazo de 12 meses, se generará una presión significativa sobre los precios de los activos nivel local y se podría afectar el tipo de cambio.  En Costa Rica, donde el mercado de renta variable es limitado, las Operadoras se verán obligadas a adquirir estos activos en mercados extranjeros. Esta compra masiva de títulos de renta variable en el extranjero requerirá una compra significativa de dólares, lo que puede causar una apreciación abrupta del tipo de cambio, incrementando los costos de adquisición de estos activos y afectando las políticas del Banco Central y el Gobierno actual.  Un plazo de 24 meses las Operadoras tendrían mayor capacidad para gestionar los riesgos asociados con la compra de títulos de renta variable en mercados internacionales, evitando la exposición excesiva a periodos de alta volatilidad. Además, una mayor flexibilidad temporal permitiría una adquisición más estratégica de dólares, minimizando el impacto sobre el tipo de cambio y reduciendo el riesgo de distorsiones en los macroprecios locales.  5.3. Alineación con mejores prácticas internacionales: Otros países han optado por plazos más largos para la transición entre el modelo inicial de inversión al de fondos generacionales, para llegar al glidepath definitivo.  Según lo explicó Ximena González, especialista de JP Morgan, en el seminario “Fondos Generacionales: Mejores prácticas y tendencias en la industria”, realizado el 17 de junio del 2024, varios países han implementado un período de transición promedio de tres años. Este lapso no solo permite ajustar las trayectorias de inversión de manera progresiva, sino que también busca mitigar las consecuencias adversas que una transición abrupta podría tener sobre los mercados de capitales, los actores financieros y los propios afiliados. La posibilidad de extender el plazo a 24 meses alinearía a Costa Rica con estas mejores prácticas, minimizando el riesgo de trastornos macroeconómicos o de materialización de pérdidas.  Por las razones antes expuestas, se solicita modificar el transitorio del oficio SP-A-267-2024, para permitir la posibilidad de extender el plazo hasta 24 meses, lo cual podría ser autorizado por la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) si lo justifica una Operadora de Pensiones, con un análisis técnico y financiero riguroso, donde demuestre que las condiciones del mercado no son favorables para la compra o venta de instrumentos de renta fija y variable. Asimismo, la extensión del plazo podría concederse, también, si la Operadora de Pensiones demuestra que alguna acción de estas puede afectar negativamente el patrimonio de los afiliados.  Respuesta:  Cálculos realizados por Supen, con apoyo de la información provista por el sector, sugieren la posibilidad de realizar ajustes a la trayectoria, que, dependiendo de diferentes supuestos (vencimientos, flujo de caja neto, disponibilidades, entre otros), pueden ser en plazos inferiores a los 12 meses. Esto, sin contar con el periodo de preparación de 15 meses otorgado en la reglamentación para el inicio en operación de los fondos generacionales, lo que da finalmente 33 meses en total, resultado superior a los dos años mencionados.  A pesar de lo anterior, con una visión prudencial y considerando que pueden existir estrategias particulares para la implementación de los fondos generacionales, es juicioso ampliar el plazo originalmente planteado.  Se aceptan parcialmente las recomendaciones de las entidades y se amplía el plazo de este transitorio hasta 18 meses, sin dejar de notar que plazos mayores pueden dificultar que los beneficios de la propuesta se materialicen en la gestión de ahorros de los trabajadores, al no reducir oportunamente los niveles de riesgo de los recursos gestionados. |  |
|  |  | **ACOP (**ACOP-037-2024)**:** VI.- Comunicación a los afiliados sobre el paso de ROPC a fondos generacionales.  A pesar de que este aspecto no forma parte directa de la consulta, consideramos fundamental externar a la Superintendencia la recomendación de planificar, cuidadosamente, la forma en que se comunicará a los afiliados, en su estado de cuenta, el cambio del ROPC, en su concepto tradicional, al nuevo esquema de fondos generacionales.  Es vital que esta comunicación sea clara, transparente y, sobre todo, tranquilizadora, evitando mensajes que puedan generar alarma o confusión. De ninguna manera, se deben enviar comunicaciones que puedan interpretarse erróneamente por el afiliado, como una pérdida de sus ahorros, ya que esto podría desencadenar una reacción negativa innecesaria y pondría en riesgo la reputación del sistema de pensiones en su conjunto. Esta percepción equivocada podría resultar en un aumento de consultas, reclamos y una disminución de la confianza en el sistema, afectando la relación de las Operadoras con sus afiliados.  Recomendamos, para el día de envío del estado de cuenta, una estrategia de comunicación que deje claro que los ahorros de los afiliados se mantienen íntegros y que la transición a fondos generacionales es un proceso diseñado para mejorar la gestión de sus inversiones, alineándolas con su perfil de riesgo y su horizonte de tiempo para la jubilación. Sugerimos que cualquier notificación que se envíe se estructure de manera que primero se explique el propósito y los beneficios de la transición, antes de cualquier mención a estados de cuenta. Esto ayudará a preparar a los afiliados para comprender el contexto y reducir cualquier posible temor o preocupación ya que, para muchos afiliados, ese día va a ser el primer día que escuchen hablar de fondos generacionales.  Respuesta:  La observación no forma parte del objeto de la consulta. Se toma nota. |  |

**Anexos:**

**Oficio de remisión del texto en consulta externa:**

 