

**DJ-004-2005**

21 de febrero del 2005

Señor:

MSc. Javier Cascante Elizondo, Superintendente  
Superintendencia de Pensiones

Estimado señor:

En atención a la consulta planteada por el señor Javier Sancho Guevara, Gerente General de **BAC San José Pensiones**, por medio de la cual solicita a esta Superintendencia de Pensiones, se le indique si es necesario una recomendación positiva de la calidad crediticia del emisor emanada del Comité de Riesgos de la entidad, para poder invertir en títulos del Sector Vivienda o Titularización de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Protección al Trabajador, nos permitimos remitir el siguiente criterio jurídico.

**I. Antecedente de la consulta**

Mediante el oficio *SJOPC-172-2004* de fecha 22 de diciembre del 2004, *BAC San José Pensiones*, interpreta que si no existe una recomendación positiva de la calidad crediticia del emisor del Sector Vivienda o Titularizaciones a nivel de Comité de Inversiones, la Operadora no estará obligada a cumplir con los requisitos de inversión en emisores del Sector Vivienda o Titularizaciones.

Sobre el particular, *BAC San José Pensiones*, señala que: “... *Es criterio de esta Operadora que las inversiones en instrumentos emitidos por emisores del Sector Vivienda disponibles para cumplir con el límite del 15% mínimo establecido para el Régimen Obligatorio de Pensiones, será aplicable siempre y cuando se cumplan todos los siguientes (sic) requisitos:*

- 1. Que sean títulos valores que cumplan con los requisitos mínimos establecidos por (sic) Reglamento en materia de oferta pública y calificaciones de riesgo.*
- 2. Que el emisor se encuentre con una calificación de Riesgo Normal emitida por la Superintendencia de Entidades Financieras.*

---

“Valor del mes: Trabajo en Equipo”

SP-

Página No.2

3. *Que las emisiones cumplan con el requisito de rentabilidad mínima indicado en el Punto sexto de esta carta y,*
4. *Que una vez cumplidas las tres condiciones anteriores, la Operadora debe asegurarse de que la nueva inversión no vaya en contra de los principios rectores de inversión establecidos en el Artículo 60 de la Ley de Protección al Trabajador y cuyos extractos principales son los siguientes:*

*En su inciso b) indica que los recursos de los afiliados **“Deberán ser invertidos para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez** de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia dicte sobre el particular”.*

*En su inciso f) indica la Superintendencia deberá procurar que las operadoras, **sin menoscabo del principio expuesto en el inciso b) de este artículo**, inviertan los recursos de los fondos en instrumentos que permitan a los afiliados participar directamente de las rentas derivadas de la propiedad de los factores de producción. Adicionalmente, la Superintendencia procurará una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de vivienda para la clase trabajadora.”*

5. *Para que la Operadora se asegure del cumplimiento de lo descrito anteriormente, el Comité de Riesgos deberá emitir una recomendación positiva de la calidad de riesgo del emisor en análisis, y el Comité de Inversiones, luego de un análisis de las características de la emisión considere que su adquisición va a representar una mejora en la relación riesgo/rendimiento del portafolio, y que no va a ir en detrimento de los intereses de los afiliados.*
6. *Si no existe una recomendación positiva de la calidad crediticia del emisor a nivel de Comité, la Operadora no estará obligada a cumplir con los requisitos de inversión en emisores del Sector Vivienda o Titularizaciones, amparado en lo establecido en el Artículo 42 inciso o) de la Ley de Protección al Trabajador donde se **indica que el responsable de las políticas de inversión de los recursos de los fondos administrados por la operadora es el Comité de Inversiones.***

*Aunque hoy día no existe ningún emisor del Sector Vivienda que cumpla con los requisitos establecidos para realizar esta inversión, con un panorama de tasas a la alza es de esperar que pronto existan emisiones que puedan ser sujetas de análisis por parte de la Operadora y es indispensable que nos sea aclarada la duda en cuestión”.*

## **II. Normativa Aplicable**

Para realizar el análisis de la presente consulta acudiremos a lo dispuesto en la Ley de Protección al Trabajador, No.7983 y el Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas.

### **a) Ley de Protección al Trabajador, No 7983**

La Ley de Protección al Trabajador dispone que los recursos administrados por cualquiera de las entidades supervisadas deberán invertirse de conformidad con lo que se dispone en ella y en las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión<sup>1</sup>.

El artículo 60, al establecer los principios rectores de las inversiones, dispone que las entidades reguladas y supervisadas por la Superintendencia de Pensiones deberán invertir los recursos de los fondos por ellas administrados respetando los siguientes principios<sup>2</sup>:

- *Los recursos deberán ser invertidos en provecho de los afiliados, procurando el equilibrio entre seguridad, rentabilidad y liquidez,*
- *En valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras*

---

<sup>1</sup> **Artículo 59 de la LPT:** “Los recursos administrados por cualquiera de las entidades supervisadas por la Superintendencia de Pensiones deberán invertirse de conformidad con esta ley y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión. Las inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS se registrarán por lo establecido en la Ley Orgánica de la Caja Costarricense de Seguro Social y sus reformas y, supletoriamente, por lo establecido en este título”.

<sup>2</sup> **Artículo 60 de la LPT:** “Las entidades autorizadas y reguladas por la Superintendencia se registrarán por los siguientes principios: a) Los recursos de los fondos no estarán sujetos a las disposiciones de regulación del Banco Central de Costa Rica. b) Deberán ser invertidos para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia dicte sobre el particular. C) Los recursos de los fondos solo podrán ser invertidos en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras. D) Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. e) Deberán negociarse mediante los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores o directamente en las entidades financieras debidamente autorizadas. f) La Superintendencia deberá procurar que las operadoras sin menoscabo del principio expuesto en el inciso b) de este artículo, inviertan los recursos de los fondos en instrumentos que permitan a los afiliados participar directamente de las rentas derivadas de la propiedad de los factores de producción. Adicionalmente, la Superintendencia procurará una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para la clase trabajadora. g) La Superintendencia de Pensiones podrá excluir la adquisición de determinados valores, en función de la calificación de riesgo”.

SP-

Página No.4

- *Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero*
- *Deberán negociarse mediante los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores o directamente en las entidades financieras debidamente autorizadas.*

Por su parte, el artículo 61 establece que las Operadoras de Pensiones deberán invertir por lo menos un 15% de los fondos depositados en ellas por concepto del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, en títulos valores que cumplan con las siguientes condiciones<sup>3</sup>:

- *Títulos valores con garantía hipotecaria;*
- *Emitidos por las Entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda;*
- *Que ofrezcan al menos un rendimiento igual que el rendimiento promedio de las inversiones que las operadoras realicen, de conformidad con lo que reglamentariamente defina la Superintendencia*

También se dispone que:

- *No podrá invertirse en aquellos títulos emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, que en el momento de realizar la inversión, se encuentren en irregularidad financiera, de acuerdo a lo establecido por la SUGEF*
- *Como parte de ese 15% podrán invertir en títulos producto de procesos de titularización autorizados por la SUGIVAL*

---

<sup>3</sup> **Artículo 61 de la LPT:** “La Superintendencia establecerá reglamentariamente límites en materia de inversión de los recursos de los fondos, con el fin de promover una adecuada diversificación de riesgo y regular posibles conflictos de interés.

*En todo caso, las operadoras de pensiones deberán invertir, por lo menos, un quince por ciento (15%) de los fondos depositados en ellas por concepto del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, en títulos valores con garantía hipotecaria, emitidas por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la vivienda y que ofrezcan al menos un rendimiento igual que el rendimiento promedio de las otras inversiones que operadoras realicen, de conformidad con lo que a este respecto establecerá reglamentariamente la Superintendencia de Pensiones. En ningún caso podrá invertir en títulos emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda que se encuentren, en el momento de realizar la inversión, en situación de irregularidad financiera, de acuerdo con lo establecido por la Superintendencia General de Entidades Financieras. Como parte del referido (15%) podrán contabilizarse las inversiones en títulos producto de procesos de titularización autorizados por la Superintendencia General de Valores. El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero establecerá, reglamentariamente y previa consulta con el Banco Hipotecario de la Vivienda, los requisitos de las emisiones elegibles para el cumplimiento de los dispuesto en el párrafo anterior”.*

SP-

Página No.5

De conformidad con lo expuesto, las Operadoras de Pensiones, por disposición legal, deberán invertir al menos un 15% de los fondos depositados en ellas del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias en títulos valores con garantía hipotecaria. Dichos títulos deben ser emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda y además que ofrezcan al menos un rendimiento igual que el rendimiento promedio de las inversiones que las operadoras realicen. También se les impuso una prohibición, consistente en que, si al momento de dicha inversión, la entidad del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda se encontrare en irregularidad financiera, de acuerdo a lo dispuesto por la SUGEF, no podrán realizar dicha transacción. ***Estas son las condiciones que el legislador impuso para cumplir con la inversión de los recursos provenientes del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, dispuesta en el artículo 61 de la Ley en comentario.***

Ahora bien, la disposición contenida en el artículo 61 citado, debe ser acatada por las entidades autorizadas cuando se adquieran títulos del Sector Vivienda, precisamente en cumplimiento de lo dispuesto por el legislador en dicha norma. Por otra parte, debemos indicar que la entidad puede, voluntariamente, como parte de su gestión normal de composición de portafolio, adquirir títulos emitidos por el Sector Vivienda en cuyo caso no se requiere que dichos títulos cumplan con lo dispuesto en el artículo antes mencionado.

#### **b) Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas**

Por su parte, el Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas dispone en el inciso e) del artículo 22<sup>4</sup>, que los recursos de los fondos administrados por las entidades autorizadas en caso de que sean invertidos en *valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos por los fondos de pensión obligatoria complementaria en cumplimiento del Artículo 61 de la Ley 7983, la entidad emisora deberá estar situada en el grado de riesgo normal según la normativa vigente emitida por la Superintendencia General de Entidades Financieras.*

De conformidad con la misma disposición reglamentaria, la condición de grado de normalidad financiera deberá ser demostrada por la entidad autorizada que adquiera valores del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, mediante una certificación expedida por

---

<sup>4</sup> **22, inciso e) del Reglamento de Inversiones:** “Los recursos de los fondos administrados por las entidades autorizadas deberán invertirse en valores que cumplan con los siguientes requisitos: a)... e)En el caso de los valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos por los fondos de pensión obligatoria complementaria en cumplimiento del Artículo 61 de la Ley 7983, la entidad emisora deberá estar situada en el grado de riesgo normal según la normativa vigente emitida por la Superintendencia General de Entidades Financieras.

El conocimiento de la condición de grado de normalidad financiera deberá ser demostrada por la entidad autorizada que adquiera valores del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda. Se tendrá por demostrada esta condición mediante la aportación de una certificación expedida por la Superintendencia General de Entidades Financieras que haga constar que la entidad se encontraba en el grado de normalidad financiera al momento de la inversión. “

SP-

Página No.6

la Superintendencia General de Entidades Financieras que haga constar que la entidad se encuentra en el grado de normalidad financiera al momento de la inversión.

El artículo 24<sup>5</sup> del Reglamento citado, contiene una disposición similar a la norma establecida en el numeral 61 de la ley, al indicar que las entidades autorizadas deberán transar los valores de los fondos en los mercados autorizados por la Superintendencia de Valores, y el artículo 25 inciso e)<sup>6</sup>del mismo Reglamento, señala que los fondos del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias deberán destinar como mínimo un 15% de éstos a la inversión en títulos valores con garantía hipotecaria, emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, que se podrá adquirir valores provenientes de procesos de titularización hipotecaria cuyo subyacente provenga de créditos destinados para la construcción o adquisición de vivienda y que los rendimientos deberá ser igual o mayor que el rendimiento promedio de las otras inversiones que las operadoras de pensiones realicen en este régimen.

De conformidad con lo expuesto, además de los requisitos dispuestos en la Ley, en caso de que las Operadoras de Pensiones inviertan en instrumentos emitidos por el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, deberán presentar una certificación expedida por la Superintendencia General de Entidades Financieras donde se haga constar que la entidad se encuentra en el grado de normalidad financiera al momento de la inversión.

### **III. Análisis de fondo**

Indica **BAC San José Pensiones** en la consulta que la duda que se plantea, es en el sentido de que, la Operadora, para poder invertir en títulos del Sector Vivienda o Titularización de conformidad con lo dispuesto en el artículo 61 de la Ley, además de cumplir con los requisitos que establece la misma Ley, el Comité de Riesgos deberá emitir una recomendación positiva de la calidad crediticia del emisor, y el Comité de Inversiones, luego de efectuar un análisis de las características de la emisión y si considera que la adquisición va a representar una mejora en la relación riesgo/rendimiento del portafolio y que no va en detrimento de los intereses de los afiliados, emitirá una recomendación, de lo contrario la Operadora no estará en la obligación de invertir en títulos de dicho Sector.

---

<sup>5</sup>**Artículo 24 del Reglamento de Inversiones:** “Las entidades autorizadas deberán transar los valores de los fondos en los mercados autorizados por la Superintendencia General de Valores”.-

<sup>6</sup> **Artículo 25 del Reglamento de Inversiones:** “Las inversiones del fondo deberán cumplir con los siguientes límites máximos, expresados como porcentaje total de inversiones: (...) inciso e) Los fondos del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias deberán destinar como mínimo un 15% de estos a la inversión en títulos valores con garantía hipotecaria emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda. Como parte de este 15% podrá adquirir valores provenientes de procesos de titularización hipotecaria cuyo subyacente provenga de créditos destinados para la construcción o adquisición de vivienda. Para tales efectos, el rendimiento de dichos valores deberá ser igual o mayor que el rendimiento promedio de las otras inversiones que las operadoras de pensiones realicen en este régimen”.

SP-

Página No.7

Según indicamos líneas atrás, las Operadoras de Pensiones, por mandato legal, tienen la obligación de invertir al menos un 15% de los fondos depositados en ellas del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias en títulos valores con garantía hipotecaria. Dichos títulos deben ser emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda y además que ofrezcan al menos un rendimiento igual que el rendimiento promedio de las inversiones que las operadoras realicen. *Estas son las condiciones que el legislador impuso como cumplimiento para llevar a cabo la inversión de los recursos provenientes del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias dispuesto en el artículo 61.*

Además, el artículo 22 del Reglamento de Inversiones dispone que, al momento de realizar dicha inversión, la entidad del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda deberá estar situada en el grado de riesgo normal. Lo anterior, se demostrará mediante una certificación extendida por la Superintendencia General de Entidades Financieras donde se haga constar que la entidad se encuentra en el grado de normalidad financiera. Si por el contrario, dicha entidad no logra demostrar que se encuentra en el grado de riesgo normal la inversión no podrá realizarse, en otras palabras, la entidad autorizada no estará obligada a realizar la inversión. A nuestro juicio, tampoco estará obligada a efectuar la inversión si se demuestra que la emisión incumple con algunas de los principios rectores de las inversiones.

Respecto de la recomendación que emite el Comité de Riesgos sobre la calidad crediticia del emisor, así como el análisis de las características de la emisión que formule el Comité de Inversiones, debemos indicar que es indispensable que la Operadora efectúe este tipo de análisis de riesgo y se emitan recomendaciones por parte de los Comités encargados antes de realizar las inversiones, de manera que se efectúe una adecuada administración y cobertura de los riesgos financieros en los cuales se podría incurrir. Sin embargo, para el caso particular que se analiza, de las inversiones que contempla el artículo 61 de la Ley de Protección al Trabajador, si no existiere una recomendación positiva por parte de los Comités mencionados, ello no implica que la Operadora no esté obligada de cumplir con el porcentaje de inversión que debe realizar en el sector vivienda si, al mismo tiempo **en el mercado financiero se negocian títulos valores emitidos por el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda y tanto la entidad emisora como la emisión cumplen con los requisitos establecidos en el artículo 60, 61 y concordantes de la Ley**

A nuestro modo de ver, la norma es clara y precisa y, por consiguiente, debe ser aplicada y no interpretada, es decir, que en el caso particular, las Operadoras de Pensiones deben cumplir con el porcentaje de inversión dispuesto en el artículo 61 citado, siempre y cuando sean títulos valores con garantía hipotecaria, emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, que se demuestre que la entidad se encuentre en grado de normalidad de riesgo al momento de realizar la inversión, que ofrezca al menos un

SP-

Página No.8

rendimiento igual al rendimiento promedio de las otras inversiones que realice la Operadora y que se cumpla con las condiciones y principios rectores establecidos en la Ley.

No obstante lo anterior, la Operadora, como parte de su gestión normal de composición de portafolio puede, voluntariamente, adquirir una emisión del Sector Vivienda aún y cuando ésta no cumpla con lo dispuesto en el artículo 61 de la Ley, decisión basada, obviamente, en los análisis sobre administración de riesgo y otro que deben efectuar los diferentes Comités de la entidad.

#### **IV. Conclusión**

De acuerdo con el análisis expuesto y las citas legales y reglamentarias mencionadas, podemos concluir que las Operadoras de Pensiones, por disposición legal, deben invertir al menos un 15% de los fondos depositados en ellas del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, en títulos valores con garantía hipotecaria. Dichos títulos deben ser emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda; además de que, al momento de realizarse la inversión, la entidad del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda no se encuentre en irregularidad financiera de acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Entidades Financieras, lo cual debe demostrarse mediante la certificación que se indica en el artículo 22, inciso e) del Reglamento de Inversiones, que ofrezcan al menos un rendimiento igual que el rendimiento promedio de las inversiones que las operadoras realicen y siempre y cuando se cumpla con las condiciones y principios rectores establecidos en la Ley

No obstante lo anterior, la Operadora, como parte de su gestión normal de composición de portafolio puede, voluntariamente, adquirir una emisión del Sector Vivienda aún y cuando ésta no cumpla con lo dispuesto en el artículo 61 de la Ley, decisión basada, obviamente, en los análisis sobre administración de riesgo y otro que deben efectuar los diferentes Comités de la entidad, dentro de la actividad propia de sus funciones.

Cordialmente,

#### ***DIVISIÓN JURÍDICA***



Licda. Ana Matilde Rojas Rivas  
**Abogada encargada**



Lic. Álvaro Jiménez S.  
**Director.**