

PJD-027

18 de diciembre de 2007

Master

Javier Cascante Elizondo

Superintendente de Pensiones

Estimado señor:

En relación con la consulta planteada por la Caja Costarricense del Seguro Social, en adelante la CCSS, mediante **DI-1904-2007**, en el cual se indica *“se procede a remitir el criterio jurídico señalado, con la finalidad de que la SUPEN brinde el pronunciamiento solicitado en oficio DI-342-2007, no sin antes recalcar que el objetivo de esa consulta es delimitar adecuadamente el marco de acción que permita a la administración del Régimen de IVM, brindar a los asegurados un portafolio más diversificado”*, me permito indicarle lo siguiente.

I. Antecedentes

La CCSS, mediante oficio **DI-342-2007**, de fecha 17 de abril del presente año, consultó a la Superintendencia de Pensiones: *“si la Caja de Seguro Social podría, tal como lo hacen en la actualidad las Operadoras de Pensiones, invertir recursos de la reserva del Seguro de IVM en títulos valores emitidos en el extranjero no inscritos previamente en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y/o que sean emitidos por entidades extranjeras no sujetas a supervisión de la SUGEF; es decir, si una eventual inversión en las condiciones indicadas contraviene o no lo dispuesto en los incisos ‘c)’ y ‘b)’ de la Ley de Protección al Trabajador y de la Ley Constitutiva de la Caja; respectivamente”*. Al respecto, la Superintendencia de Pensiones solicitó a la CCSS, mediante oficio **SP-1023-2007**, de fecha 23 de mayo del 2007, que con el fin de evacuar la consulta se aportara el criterio jurídico correspondiente.

Mediante oficio **DI-1904-2007**, recibido el 21 de noviembre del presente año, la CCSS aportó el criterio solicitado. Respecto a la consulta planteada, la Dirección Jurídica de la CCSS, por medio de oficio **DJ-6057**, de fecha 25 de octubre del 2007, concluyó lo siguiente: *“Con fundamento en lo expuesto, en principio no es viable desde el punto de vista legal que la Caja invierta los recursos del seguro de invalidez, vejez y muerte en emisiones extranjeras negociadas en mercados internacionales, salvo que exista autorización de la Superintendencia de Pensiones, según los términos establecidos en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador”*.

En relación con la consulta planteada, la División Jurídica de esta Superintendencia realizó el siguiente análisis.

II. Aspectos generales

A pesar de que la consulta planteada originalmente en el **DI-342-2007** no es clara, por cuanto no delimita si se refiere a la posibilidad de adquirir emisiones extranjeras (las cuales también se pueden encontrar en el mercado local e estar inscritas) o a la adquisición de valores en mercados internacionales, del texto de la nota en su conjunto se desprende que el interés de la institución es acudir a los mercados internacionales para diversificar el portafolio ante la situación del mercado local, más que la adquisición de emisiones extranjeras en el mercado costarricense.

A esto se debe agregar que mediante oficio **SP-2232-2005**, de fecha 22 de noviembre del año 2005, ya la Superintendencia había atendido una consulta de la CCSS sobre este último punto, indicando que: *“De acuerdo con la normativa que se cita en el punto 1) anterior, la Ley Constitutiva de la CCSS no prohíbe a la administración la inversión en los mercados internacionales. Por ende, aplicando supletoriamente la Ley de Protección al Trabajador, se puede interpretar que sí puede, tal como lo señala el artículo 39, adquirir títulos de emisores extranjeros inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y que por tanto se negocian por medio de los mercados autorizados, con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores”*.

De conformidad con el artículo 2 inciso g) de la Ley de Protección al Trabajador, la CCSS en cuanto al Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (RIVM) es una **entidad supervisada** por la Superintendencia de Pensiones, aunque no regulada. En ese contexto, la regulación que rige en materia de inversiones para ese régimen, no es necesariamente la misma que rige a otras entidades reguladas como lo son las operadoras de pensiones. Sin embargo, esto no implica que las disposiciones en materia de inversiones de la Ley de Protección al Trabajador, no le resulten aplicables, lo anterior por disposición expresa del legislador, quien en la Ley de Protección dispuso lo siguiente:

“Artículo 59. Inversión de los recursos

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 regirán 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” (lo subrayado no es del original).

En consecuencia, la normativa fundamental en materia de inversiones para el RIVM es la dispuesta en la Ley Constitutiva de la CCSS y en forma **supletoria**, es decir, en ausencia de norma expresa, se aplicará lo dispuesto en el Título VI de la Ley de Protección al Trabajador.

Señala el Gerente de Inversiones de la CCSS que la institución ha venido enfrentando problemas para diversificar el portafolio de inversiones, por las condiciones estructurales que imperan en el mercado de valores costarricense. En relación con este punto, es claro para esta Asesoría que esta dificultad puede impedir alcanzar el objetivo indicado por el legislador: *el provecho de los afiliados, en procura del equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, en detrimento de sus intereses.*

Precisamente, en un reciente estudio SUPEN concluyó respecto al mercado de valores local, y en lo que aquí interesa, lo siguiente:

“Se observa una rentabilidad del mercado local. Dicha evolución es consistente con un escenario de inflación de un dígito según lo plantea el Programa Macroeconómico. El exceso de liquidez ha producido un incremento importante en los precios de los valores, con la consecuente reducción en los premios por invertir en el mercado local (...) La disciplina fiscal observada, junto con la reducción de costos financieros producto de la reducción de tasas locales, ha provocado una disminución evidente en la oferta de títulos públicos. La oferta de títulos privados se ha contraído ante la salida de emisores y la no renovación de emisiones vencidas. (...) Los fondos de pensiones, en especial aquellos creados con la Ley de Protección al Trabajador, presentan crecimientos anuales muy acelerados. Esta dinámica ha provocado un aumento en la demanda de valores muy superior a la oferta que el mercado local pueda entregar. El exceso de demanda ha generado una presión inadecuada en los precios con la consecuente disminución en la rentabilidad. Se observa que las necesidades de colocación neta del Gobierno Central, para los próximos dos años, no permitirán suplir las necesidades de instrumentos que demandan inversionistas institucionales, en especial fondos de pensión. Síntesis. Del análisis entregado se concluye que el desempeño de los rendimientos del mercado local ha cumplido con la premisa establecida en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador. Esto es, para los diferentes plazos de colocación, la rentabilidad de los instrumentos de emisores externos de calidad crediticia comparable ofrece rendimientos mayores. De manera complementaria, la situación puede agravarse en tanto el crecimiento de la oferta de valores del mercado de valores del mercado local, tanto de emisores públicos y privados, no es congruente con el crecimiento de los fondos administrados por los fondos de pensiones. Una mayor apertura en la inversión en emisores extranjeros permitirá mayores oportunidades para administrar los portafolios. Además mejorará la calidad crediticia de los activos del fondo y potenciará, ante el acceso de mercados líquidos, una menor volatilidad de precios que la observada localmente”¹.

III. Coincidencia en la regulación de las inversiones

¹ Departamento de Planificación y Normativa, Superintendencia de Pensiones, Aplicación del artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador, abril 2007.

Confrontando ambos cuerpos legales, la Ley Constitutiva de la CCSS y la Ley de Protección al Trabajador, se evidencia una importante **coincidencia** en las pautas fundamentales que el legislador estableció en materia de inversiones tanto para el RIVM como para los demás fondos de pensiones. Entre ellos, los administrados por las operadoras de pensiones, siendo en ambos casos el objetivo primordial de la gestión *el provecho de los afiliados, en procura del equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez* (artículo 39 de la Ley Constitutiva de la CCSS y 60 inciso a) de la Ley de Protección al Trabajador).

En ambos se establecen una serie de principios y de límites en la adquisición de valores. La coincidencia señalada se observa tanto en los principios como en los límites establecidos. En las siguientes tablas se pueden apreciar las coincidencias en ambos aspectos.

Tabla # 1 Principios comunes

Ley Constitutiva de la CCSS (artículo 39)	Ley de Protección al Trabajador (artículo 60)
“a) Deberán invertirse para el provecho de los afiliados, en procura del equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley”.	“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”.
“b) 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”.	“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”.
“c) Deberán estar calificados conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero”.	“d) Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero”.
“d) Deberán negociarse por medio de los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores o directamente en las entidades financieras debidamente autorizadas”.	“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”.
“e) Las reservas de la Caja se invertirán en las más eficientes condiciones de garantía y rentabilidad; en igualdad de circunstancias, se preferirán las inversiones que, al mismo tiempo, reporten ventajas para los servicios de	“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

la Institución y contribuyan, en beneficio de los asegurados, a la <u>construcción de vivienda</u> , la prevención de enfermedades y el bienestar social en general” (el subrayado no es del original).	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 <u>el financiamiento de viviendas</u> para la clase trabajadora” (el subrayado no es del original).
---	---

Tabla # 2 Límites comunes

Ley Constitutiva de la CCSS (artículo 40)	Ley de Protección al Trabajador (artículo 63)
“Los recursos de las reservas de la Caja no podrán ser invertidos en valores emitidos o garantizados por parientes hasta el segundo grado, por consanguinidad o afinidad, de los miembros de la Junta Directiva, gerentes o apoderados de los entes regulados, o por sociedades o empresas en las que cualesquiera de dichos parientes tengan, individualmente o en conjunto, participación accionaria superior al cinco por cinco (5%) o cualquier otra forma de control efectivo”.	<p>“Los recursos de los fondos no podrán ser invertidos en lo siguiente:</p> <p>a) Valores emitidos o garantizados por miembros de la Junta Directiva, gerentes o apoderados de las entidades autorizadas, parientes de estos, o por personas físicas o jurídicas que tengan en el ente una participación accionaria superior al cinco por ciento (5%) o cualquier otra de control efectivo, o por personas relacionadas que integren el mismo grupo de interés económico o financiero, conforme a lo que haya dispuesto al respecto el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.</p> <p>b) Valores emitidos o garantizados por parientes, hasta el segundo grado por consanguinidad o afinidad, de los miembros de la Junta Directiva, los gerentes o apoderados de los entes regulados, o por sociedades o empresas en las que cualesquiera de dichos parientes, individualmente o en conjunto, posean una participación accionaria superior al cinco por ciento (5%) o cualquier otra forma de control efectivo”.</p>
“En ningún caso, la Caja podrá realizar operaciones de caución o financieras que requieran constitución de prendas o garantías sobre el activo del fondo. La Junta Directiva	“En ningún caso las entidades autorizadas y supervisadas podrán realizar operaciones de caución; tampoco operaciones financieras que requieran la constitución de prendas o

<p>reglamentará la figura del préstamo de valores en algunas operaciones de bajo riesgo, tales como el mecanismo de garantía de operaciones de la cámara de compensación y liquidación del mercado de valores. Asimismo, podrá autorizar determinadas operaciones con instrumentos derivados, a fin de realizar coberturas de riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio” (artículo 40).</p>	<p>garantías sobre el activo del fondo. Sin embargo, la Superintendencia reglamentará la figura del préstamo de valores en algunas operaciones de bajo riesgo, tales como el mecanismo de garantía de operaciones de la cámara de compensación y liquidación del mercado de valores. Asimismo, la Superintendencia podrá autorizar determinadas operaciones con instrumentos derivados, con el fin de alcanzar coberturas de riesgo de tasa de interés y tipo de cambio”.</p>
---	---

Existen paralelamente otros límites en la Ley Constitutiva que no se encuentran en la Ley de Protección al Trabajador, entre ellos se pueden señalar los establecidos en el numeral 41, que dice:

“Podrán concederse préstamos al Gobierno, las municipalidades y otros organismos del Estado, siempre que el total de los otorgados a todas estas instituciones no exceda del veinte por ciento (20%) del monto de las inversiones, se respeten los parámetros de inversión establecidos en el artículo 39 de esta ley y se den garantías reales sobre bienes inmuebles no destinados a servicios públicos y sean productores de renta.

Las reservas del régimen de capitalización colectiva deberán invertirse de manera que su rendimiento medio no sea inferior a la tasa de interés que sirvió de base para los respectivos cálculos actuariales”.

IV. Aplicación supletoria del Título VI de la Ley de Protección al Trabajador

Se observa en el criterio **DJ-6057** aportado por la entidad consultante, una incoherencia, al concluir que no es viable desde el punto de vista legal que la Caja invierta los recursos en mercados internacionales y de seguido se afirme que salvo que la SUPEN otorgue la autorización. Es decir, que la Superintendencia de Pensiones podría autorizar algo que en opinión de esa asesoría no es viable desde el punto de vista legal.

Considera esa Asesoría que *“si bien usted manifiesta que los artículos 60 de la Ley de Protección al Trabajador y el 39 de la Ley Constitutiva de la Caja no especifican si son aplicables únicamente para emisiones locales o extranjeras y tampoco el mercado de negociación de las emisiones objeto de emisión, es criterio de esta Dirección que dichos artículos se refieren al mercado local, pues*

claramente hacen referencia al hecho de que ‘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’, es decir, se refiere al sistema bancario nacional, no a un sistema extranjero, en consecuencia, no hay en este momento norma expresa que autorice a la Institución a invertir los recursos del seguro de invalidez, vejez y muerte en emisiones extranjeras negociadas en mercados internacionales”.

Bajo esta tesitura tampoco las operadoras de pensiones podrían invertir en mercados internacionales pues como ya se indicó existe una gran coincidencia en la redacción de las normas que regulan las inversiones para el régimen de IVM y para las operadoras de pensiones.

Es criterio de esta asesoría que, en el caso particular de las inversiones en el exterior, no existe ninguna prohibición en la Ley Constitutiva de la CCSS para realizar ese tipo de inversiones. En consecuencia, en forma **supletoria** puede aplicarse, para amparar una inversión en el extranjero de los fondos del RIVM, el numeral 62 de la Ley de Protección al Trabajador, que dispone:

“La Superintendencia podrá autorizar la inversión hasta de un veinticinco por ciento (25%) del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras que se negocien en mercados de valores organizados en el territorio nacional o el extranjero. No obstante, si el rendimiento real de las inversiones del régimen de pensiones complementarias en valores nacionales es igual o menor que los rendimientos internacionales, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, podrá autorizar la ampliación del límite hasta el cincuenta por ciento (50%), de acuerdo con las disposiciones reglamentarias que emitirá”.

Lo anterior en el entendido de que la decisión de inversión también debe someterse a los límites que, de conformidad con el numeral 61 párrafo primero de la Ley de Protección al Trabajador, deben ser establecidos por la Superintendencia de Pensiones. Concretamente dice esa norma:

“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” (lo subrayado no es del original).

Si bien es cierto, la incursión en los mercados internacionales es una opción permitida por la legislación, en los términos expuestos, la decisión debe recaer en el gestor no en el supervisor y no puede perder de vista el gestor de los fondos que esta decisión conlleva también **riesgos**. Al respecto se ha indicado *“una rápida apertura a la inversión en el extranjero permite mejorar las combinaciones de riesgo-rentabilidad, eso ya lo vimos en esta presentación, pero también representa riesgos. Primero, los equipos de inversión se enfrentan en un entorno diferente, manejar una cartera local es muy distinto a manejar una cartera que ofrece una gran cantidad de activos, que ofrece mucha liquidez y activos desconocidos. O sea, hay que fijar los límites, hasta qué punto yo puedo tomar una decisión razonablemente buena y hasta qué punto tengo que delegar. Obviamente, la experiencia que era muy útil en el mercado local, mercado poco*

profundo, poco líquido, puede no ser tan útil en el mercado internacional².

A la luz del mandato contemplado en la Ley de Protección al Trabajador, la Superintendencia de Pensiones ha establecido una serie de mecanismos tendientes a que los gestores administren los recursos con miras a lograr *el provecho de los afiliados, en procura del equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez* y administren los riesgos, estos mecanismos se encuentran establecidos en el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, en adelante el Reglamento. Así las cosas, en materia de inversiones al RIVM, en forma supletoria, se le aplica el Título VI de la Ley de Protección al Trabajador, el cual en forma expresa determina que la Superintendencia de Pensiones debe establecer los límites con el fin de promover una adecuada diversificación.

Los límites³ así como las condiciones y requisitos en materia de inversiones en el extranjero, se encuentran establecidos actualmente en el Reglamento del artículo 31 al 43. Adicionalmente, cabe destacar la obligación de respetar los porcentajes establecidos en el transitorio II con el fin de aplicar la gradualidad ahí determinada.

Finalmente, cuando se realizan inversiones en mercados extranjeros⁴ no es necesario que los valores se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de SUGEVAL, ya que aplicando las reglas de la técnica y la lógica, este requisito es aplicable únicamente para los valores que se negocian en el mercado local. Tampoco es requerido que sean emitidos por entidades que se encuentren bajo la supervisión de la SUGEF.

Cabe recordar que según el artículo 10 de la Ley General de la Administración Pública:

“1. La norma administrativa deberá ser interpretada en la forma que mejor garantice la realización del fin público a que se dirige, dentro del respeto debido a los derechos e intereses del particular.

2. Deberá interpretarse e integrarse tomando en cuenta las otras normas conexas y la naturaleza y valor de la conducta y hechos a que se refiere”.

² Alegría, Arturo, Aporte de la diversificación internacional al riesgo-retorno del portafolio, en Inversión de los Fondos de Pensiones, FIAP, Santiago de Chile, abril 2005, Pág. 125.

³ Según el artículo 2 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas debe entenderse por Límites de inversión: “Restricciones de concentración por emisión, emisor, tipo de instrumento y mercado establecidos en este reglamento como regulación prudencial y de diversificación. Los límites de inversión se establecen como porcentaje del total de inversiones y disponibilidades del fondo administrado. Los límites señalados en este reglamento no constituyen la política de inversión para los fondos administrados”.

⁴ Según el artículo 2 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas Mercados extranjeros: “Son aquellos en que participan compradores y vendedores para la adquisición o venta de valores emitidos por entidades costarricenses o extranjeras, cuya negociación se realiza fuera del territorio de Costa Rica”.

Respecto a este artículo el Dr. Eduardo Ortiz manifestó, durante el trámite legislativo de la Ley General de la Administración Pública lo siguiente:

“Sí, en esto hay una observación sumamente importante, fíjense que de acuerdo con el párrafo 2) la interpretación se hace tomando en cuenta las otras normas conexas y además la naturaleza de los hechos, el valor de las conductas que están tratando de regularse o armonizarse dentro del caso. Es decir, tomando en cuenta todos esos elementos, naturalmente obligan al administrador y al juez a tener un conocimiento completo de la ley en todo su articulado y de la situación que está tratando de resolver, se llega a la conclusión de que un artículo de la ley y esto ocurre a menudo, contradice al resto o no se compagina con la finalidad que los otros persiguen, porque más bien hace imposible que se realice lo que la ley persigue o dificulta su realización y además desconoce la realidad a que se tiene que aplicar la ley, entonces en ese caso nosotros optamos por decir que el administrador, o el juez, puedan desaplicar ese artículo ateniéndose al resto del articulado y a la naturaleza de la situación social que está contemplando”. (Asamblea Legislativa, Expediente Legislativo A 23 E5452. Transcrito por QUIRÓS CORONADO (Roberto), Ley General de la Administración Pública Concordada y Anotada con el Debate Legislativo y la Jurisprudencia Constitucional, San José, Editorial ASELEX S.A., primera edición, 1996, Págs. 93 y 94.

Atendiendo a la realización del **fin público** de diversificar la cartera de valores y existiendo la posibilidad legal de acudir a los mercados internacionales, no es lógico pretender que los valores que se negocien en los mercados internacionales se encuentren también inscritos en un registro del mercado local o sean emitidos por entidades sujetas a la supervisión de SUGEF, ya que eso podría hacer ilusoria la facultad del artículo 62 de invertir en mercados internacionales. En consecuencia, el inciso c) del artículo 60 de la Ley de Protección al Trabajador, así como el inciso b) del artículo 39 de la Ley Constitutiva de la CCSS únicamente pueden aplicarse para los valores que se negocien en el mercado local.

V. Conclusiones

- ✓ La normativa fundamental en materia de inversiones para el RIVM es la dispuesta en la Ley Constitutiva de la CCSS y en forma supletoria, es decir, en ausencia de norma expresa, se aplicará lo dispuesto en el Título VI de la Ley de Protección al Trabajador.
- ✓ En el caso particular de las inversiones en el exterior, no existe ninguna prohibición en la Ley Constitutiva de la CCSS para realizar ese tipo de inversiones. En consecuencia, en forma supletoria puede aplicarse el numeral 62 de la Ley de Protección al Trabajador que autoriza la inversión en mercados internacionales.

Página 10 de 10

- ✓ La decisión de invertir o no en mercados internacionales corresponde al gestor del fondo, no al órgano supervisor.
- ✓ De conformidad con lo anterior, la inversión en mercados internacionales también debe someterse a los límites que, de conformidad con el numeral 61 párrafo primero de la Ley de Protección al Trabajador, han sido establecidos por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas.
- ✓ No es necesario que los valores que se negocien en mercados extranjeros se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de SUGEVAL, ni que sean emitidos por entidades que se encuentren bajo la supervisión de la SUGEF, ya que eso podría hacer ilusoria la facultad del artículo 62 de invertir en mercados internacionales.

Cordialmente,



Jenory Díaz M.
Abogada Encargada



Silvia Canales C.
Directora