

PJD-020

19 de agosto del 2008

Señor

Javier Cascante E., Superintendente

Superintendencia de Pensiones

Estimado señor:

Mediante el oficio BNV-OPC-389-08, del 11 de julio del 2008, BN VITAL Operadora de Pensiones Complementarias S.A., en adelante BN VITAL OPC, remite el criterio jurídico que sustenta su posición en torno a que los títulos o valores emitidos por el Banco Hipotecario de la Vivienda, en adelante el BANHVI, no requieren tener una calificación de al menos "A" conforme las disposiciones vigentes del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas.

Se presenta el siguiente criterio jurídico a efecto de analizar si las inversiones que se adquieren en cumplimiento del Artículo 61 de la Ley 7983, deben cumplir únicamente con los requisitos establecidos en esa Ley o si adicionalmente deben considerar los demás requisitos establecidos en el Reglamento de Inversiones, particularmente el contenido en el literal b) del Artículo 23, que señala la obligación que aplica a los emisores de títulos individuales, sujetos a supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), de contar con clasificación de riesgo de al menos "A".

El oficio de BN VITAL OPC, se acompaña del *Dictamen Jurídico DBI-104-2008* del 2 de julio del 2008, suscrito por la Licenciada Lourdes Fernández Quesada, Asesora Legal, el cual, en resumen indica lo siguiente:

"I. TEMA EN CUESTIÓN

Resulta o no imperativo, vista la normativa vigente, que los títulos o valores emitidos por el BANHVI (Banco Hipotecario de la Vivienda), para poder ser adquiridos por BN VITAL, tengan una calificación de al menos "A"?...

IV. CORRECTA INTERPRETACIÓN DEL ARTÍCULO 23 DEL REGLAMENTO DE INVERSIONES A LA LUZ DE LA LEY DE PROTECCIÓN AL TRABAJADOR Y LOS ANTECEDENTES DE APLICACIÓN DE LA NORMA

- 1) *El artículo 61 de la Ley de Protección al Trabajador, establece con buen tino y sin lugar a dudas la OBLIGACIÓN DE TODA OPERADORA DE PENSIONES DE INVERTIR AL MENOS UN QUINCE POR CIENTO (15%) DE LA TOTALIDAD DE LOS FONDOS*

"Valor del mes: Trabajo en Equipo"

ADMINISTRADOS POR ELLAS, EN TÍTULOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA O PROVENIENTES DE TITULARIZACIONES HIPOTECARIAS, siempre que:

- a. los mismos generen, a criterio de la Operadora, un rendimiento adecuado.*
 - b. La entidad emisora no se encuentre en situación de irregularidad financiera a la luz de los parámetros establecidos por la Superintendencia de Entidades Financieras.*
- 2)** *El artículo 61 de cita hace referencia a los “Límites en materia de inversión”, disponiendo en su segundo párrafo de una situación especial y diferenciada del resto de las inversiones autorizadas para las Operadoras de Pensiones.*
- 3)** *El artículo 23 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, está inserto en un cuerpo legal con rango inferior a la Ley y que por lo tanto no puede contravenir, oponerse o contradecir lo establecido por el numeral 61 de la Ley 7983.*
- 4)** *El artículo 23 del Reglamento de la Entidades Reguladas, hace referencia a los requisitos con que deben contar las emisiones del mercado de valores costarricense en que inviertan las Operadoras de Pensiones y dentro del mismo, merecen especial atención los incisos b) y e) que nuevamente transcribimos:...*
- 5)** *La razón de ser del inciso e) anterior es la especial situación o exigencia de la Ley 7983 que exige un porcentaje del 15% o más de la totalidad de fondos administrados por la Operadora en títulos o valores con garantía hipotecaria... Tal exigencia de la ley, debe ser regulada en forma armoniosa por el Reglamento de Inversiones y haciendo eco de el texto legal ya citado (SIC) que EXIGE un mínimo de inversiones en títulos con garantía hipotecaria. Así las cosas, debemos necesariamente entender que, el inciso b) se refiere a todas las emisiones de títulos individuales de las entidades reguladas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, excepto los emitidos con garantía hipotecaria por el Sistema Financiera (SIC) Nacional para la Vivienda, puesto que para ellos se dispone en forma diferenciada lo que menciona el inciso e), sea que la entidad emisora se encuentre en grado de riesgo normal.*
- 6)** *Cualquier interpretación contraria a la mencionada en los puntos 4) y 5) anteriores faltaría además a la lógica jurídica por lo siguiente: una entidad que no se encuentra en grado de riesgo normal, no podía recibir de parte de una sociedad calificadoradora de riesgo, una calificación de “A” ni mayor. Así las cosas, el inciso e) del artículo 23 de repetida cita no tendría razón de ser.*

En razón de lo anterior y de acuerdo a la mejor hermenéutica jurídica que impera, concluimos que NO ES REQUISITO INDISPENSABLE LA CALIFICACIÓN DE AL MENOS “A” POR PARTE DE UNA SOCIEDAD CALIFICADORA, A LOS TÍTULOS INDIVIDUALES

EMITIDOS POR LAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERA (SIC) NACIONAL PARA LA VIVIENDA, PARA QUE ESTOS PUEDAN SER ADQUIRIDOS POR UNA OPERADORA DE PENSIONES...”

I. ANTECEDENTES.

La Superintendencia de Pensiones ha emitido diversos oficios (SP-1021-2008, SP-1349-2008, SP-1543-2008 y SP-1655-2008) mediante los cuales, en síntesis, mantiene la posición de que el certificado de depósito a plazo del BANHVI, adquirido por BN VITAL OPC por un monto de €3.500 millones, es un instrumento financiero que conforma el portafolio de los fondos que administra la Operadora, por ende, debe cumplir con los requisitos establecidos en la normativa. Específicamente la entidad emisora, en este caso el BANHVI, debe contar con una calificación de riesgo de al menos “A” (artículo 23 inciso b. del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas).

En lo que interesa, el oficio SP- 1349 de fecha 9 de junio del 2008, indicó:

“Sobre esas normativas, esta Superintendencia desea enfatizar los siguientes aspectos:

- 1. El Artículo 61 de la Ley 7983 indica que el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero establecerá reglamentariamente y previa consulta al Banco Hipotecario de la Vivienda, los requisitos de las emisiones elegibles para el cumplimiento del límite dispuesto en este Artículo.*
- 2. El Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas atiende el mandato legal anterior en su Artículo 23, inciso e) para lo cual puntualmente establece para los valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos en cumplimiento del Artículo 61 que: ‘Las inversiones señaladas en este párrafo deberán ajustarse a los requisitos y límites definidos en este Reglamento’ (El destacado no es del original).*

*Visto lo anterior y considerando que el inciso b) del mismo Artículo 23 del Reglamento de Inversiones citado, requiere **que los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF cuenten con una calificación de riesgo de al menos “A”**, esta Superintendencia respetuosamente le solicita que en un plazo máximo de **tres días hábiles** luego de la recepción del presente oficio, suministre la documentación pertinente que demuestre el cumplimiento de la disposición normativa citada para este caso en particular. De igual forma se le solicita remitir la documentación donde se observe el cumplimiento de lo requerido en el inciso e) del Artículo 23 en lo que se refiera a: “La entidad*

deberá establecer de manera explícita la política, procedimientos y verificación de requisitos para el cumplimiento de este límite”. (El destacado es nuestro).

Por otra parte, en el oficio SP-1543 de fecha 25 de junio del 2008, se concluyó lo siguiente:

“Mediante oficios SP-1021-2008 y SP-1349-2008 del 28 de abril y del 9 de junio de este año, respectivamente, esta Superintendencia consultó sobre el cumplimiento del requisito establecido en el inciso b), del Artículo 23 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas citado anteriormente, para el caso específico de este instrumento del BANHVI.

BN Vital OPC dio respuesta a los anteriores oficios indicando que tal adquisición se efectuó al amparo del Artículo 61 de la Ley de Protección al trabajador y del artículo 23, inciso e) del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas; esto en nota BNV-OPC-232-2008 del 2 de mayo. Complementariamente, en la nota BNV-OPC-316-2008 del 11 de junio de este año, la entidad autorizada reitera que la inversión se realizó bajo los preceptos normativos ya indicados y adicionalmente, manifiesta que:

‘Asimismo, el Banco Hipotecario de la Vivienda (BANHVI) es sujeto de análisis periódico por la Unidad para la Administración Integral de Riesgos de BN Vital OPC mediante el “Modelo de calificación de bancos públicos y privados”, donde esta entidad cuenta con un ranking de “A” al 31 de Marzo de 2008 según se muestra en el siguiente cuadro:’ (...)

Sobre lo argumentado por la Operadora en la cita anterior, es importante tener presente que en materia de calificación de riesgos de los instrumentos financieros, el artículo 144 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, indica lo siguiente:

‘Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas, cuyo objeto social exclusivo es la calificación de riesgo de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y las actividades complementarias a dicho objeto, autorizadas reglamentariamente por la Superintendencia General de Valores. Deberán agregar a su denominación la expresión ‘calificadora de riesgo’.

En virtud de lo señalado en la normativa citada y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 59, inciso d), de la Ley de Protección al Trabajador; se le aclara que el modelo de calificación de bancos públicos y privados utilizado por BN Vital para asignar un ranking “A” al Banco Hipotecario de la Vivienda, no es de recibo para efectos de acreditar el cumplimiento de la calificación de riesgo requerida en el citado Artículo 23, inciso b), del Reglamento de Inversiones.

Como conclusión, de la revisión y análisis de los argumentos y documentación presentada en las notas BNV-OPC-316-2008 del 11 de junio y BNV-OPC-232-2008 del 2 de mayo del año en curso, se observa que BN Vital OPC no ha suministrado elementos que permitan demostrar el cumplimiento del requisito establecido en el literal b) del Artículo 23 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas.

Como es de su conocimiento, los instrumentos financieros que conforman el portafolio de los fondos administrados deben cumplir con los requisitos que la normativa establece, por lo tanto; respetuosamente se le solicita tomar acciones de forma inmediata para atender la situación apuntada...” (El destacado es nuestro)

II. NORMATIVA RELACIONADA CON EL CASO EN ESTUDIO.

A. DISPOSICIONES LEGALES

El legislador en el artículo 60 de la Ley de Protección al Trabajador, estableció los principios rectores de las inversiones que se realizan con recursos administrados por cualquiera de las entidades reguladas por la Superintendencia de Pensiones. En ese sentido, taxativamente se dispuso:

“...Las entidades autorizadas y reguladas por la Superintendencia se regirán 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... (El resaltado no es del original)

El artículo 61 de la Ley de cita, establece que en materia de inversión de los recursos de los fondos, la Superintendencia establecerá reglamentariamente los límites, con la finalidad de promover una adecuada diversificación de riesgo y regular posibles conflictos de interés.

Asimismo dicho artículo dispone en su párrafo segundo: “... *En todo caso, las operadoras de pensiones deberán de 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 o producto de procesos de titularización hipotecaria, siempre y cuando el rendimiento de estos genere, a criterio de las operadoras, un retorno adecuado según el riesgo que estos instrumentos presentan. En ningún caso podrá invertirse en títulos valores emitidos por entidades 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.*

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 lo dispuesto en el párrafo anterior... (El destacado es nuestro).

B. DISPOSICIONES REGLAMENTARIAS:

El artículo 23 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, establece los requisitos genéricos que deben cumplir los valores y emisores en que se inviertan los recursos, expresamente se indica:

“Las emisiones en el mercado de valores costarricense en que se inviertan los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas, deberán cumplir con los siguientes requisitos:

a. Deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o ser emitidos por entidades bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

b. Los fondos de inversión y los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia de Entidades Financieras deberán tener una calificación de riesgo al menos de “A”.

c. Podrán estar denominados en moneda nacional, en dólares, libras esterlinas, yenes o en euros.

d. Las operaciones que se realicen deberán ser al contado, a excepción de las recompras y los reportos.

e. La entidad emisora de los valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos en cumplimiento del artículo 61 de la Ley 7983, deberá estar situada en el grado de riesgo normal según la normativa emitida por la Superintendencia General de Entidades Financieras. La entidad deberá establecer de manera explícita la política, procedimientos y verificación de requisitos para el cumplimiento de este límite. **Las inversiones señaladas en este párrafo deberán ajustarse a los requisitos y límites definidos en este Reglamento.**” (El destacado no es del original).

Para el caso de emisiones del mercado de valores costarricense, dispone el artículo 25 del Reglamento citado, que los recursos administrados por las entidades reguladas podrán ser invertidos, dentro de los límites fijados en dicho reglamento, en los siguientes valores e instrumentos:

“...b) Valores individuales de deuda con plazo de vencimiento de hasta 360 días emitidos por las entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras.”

Por su parte el Artículo 28, del Reglamento de Inversiones, en materia de límites por instrumento, dispone expresamente:

“...El fondo administrado estará sujeto también a los siguientes límites máximos:

a. Títulos individuales de deuda emitidos por las entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, cuyo plazo de vencimiento sea menor de 361 días, hasta un 15%...”

III. ANÁLISIS DE LA NORMATIVA EN ESTUDIO

Tratándose de las inversiones con recursos propiedad de los afiliados al régimen de pensiones complementarias, es necesario considerar los riesgos incurrirá que están sometidas las operadoras y ante todo, la salvaguarda de los derechos de los afiliados. En virtud de lo anterior, a esas inversiones se les somete a un régimen especial de regulación y supervisión que se orienta a la solvencia y rentabilidad del sistema y ante todo a la protección de los derechos de los trabajadores.

Lo anterior, viene a ser confirmado por la Ley de Protección al Trabajador al disponer los principios rectores de las inversiones en el artículo 60, antes transcrito, entre ellos: la no sujeción a las disposiciones de regulación del Banco Central de Costa Rica, la búsqueda del provecho de los afiliados, el equilibrio entre seguridad, rentabilidad y liquidez, la inversión en valores inscritos en el

Registro Nacional de Valores o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF, el tratarse de valores calificados, el financiamiento de viviendas para la clase trabajadora y la necesidad de considerar el riesgo.

En dicho orden de ideas, respecto a la obligación que tienen los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF de contar con una calificación de riesgo de al menos “A”, y específicamente en el caso en estudio, a saber, el BANHVI, esta Asesoría considera que sí debe cumplir con dicho requisito normativo, por las razones que a continuación se exponen:

A. NORMATIVA DE RANGO LEGAL QUE ASÍ LO DISPONE:

La Ley de Protección del Trabajador, regula la inversión de los fondos que administran las operadoras de pensiones, tanto públicas y privadas y por mandato de la misma Ley, dicha regulación es completada por los reglamentos que emita el CONASSIF. El artículo 59 de la Ley 7983, literalmente dispone: *“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 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.”* (El destacado es nuestro).

Por su parte, el artículo 60 inciso d) de la Ley de Protección al Trabajador, norma que como bien lo señala el dictamen legal DBI-104-2008, de la Licenciada Lourdes Fernández Quesada, tiene rango superior, según la jerarquía de las normas, mejor conocida como la pirámide de Kelsen, establece claramente que los valores elegibles en que se inviertan los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas, deberán estar calificados conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, en adelante, CONASSIF.

Adicionalmente, el Artículo 61 de la Ley de cita, con respecto al tema de la obligación de las operadoras de invertir parte del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, en títulos valores con garantía hipotecaria o producto de procesos de titularización hipotecaria, señala que el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero establecerá reglamentariamente y previa consulta al Banco Hipotecario de la Vivienda, los requisitos de las emisiones elegibles para el cumplimiento del límite dispuesto en dicho Artículo.

En virtud de las normas legales *supra* indicadas, el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, regulación emitida por el CONASSIF y debidamente consultado ante las entidades correspondientes, atiende el referido mandato. Con respecto al tema de la calificación exigible, el inciso b) del mismo Artículo 23 del Reglamento citado, requiere que los emisores de títulos

individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF cuenten con una calificación de riesgo de al menos “A”.

Ello se confirma en el último párrafo del artículo 23 inciso e) al establecer puntualmente que para los valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos en cumplimiento del Artículo 61 de la Ley de Protección al Trabajador: *“Las inversiones señaladas en este párrafo deberán ajustarse a los requisitos y límites definidos en este Reglamento”*.

Así las cosas, los requisitos genéricos, sin excepción, se encuentran taxativamente definidos en el Artículo 23 del referido Reglamento, entre ellos la calificación de riesgo de al menos “A” y los límites en el Artículo 28 del Reglamento inciso a) que en lo que interesa señala: *“El fondo administrado estará sujeto también a los siguientes límites máximos: a. Títulos individuales de deuda emitidos por las entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, cuyo plazo de vencimiento sea menor de 361 días, **hasta un 15%**.”*(El destacado es nuestro)

En síntesis, para el caso que nos ocupa, la Ley de Protección al Trabajador en el artículo 60 inciso d), norma de rango superior, establece como principio rector de todas las inversiones que se realicen con los fondos administrados, el estar debidamente calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. Además, en virtud del bien jurídico tutelado, la misma Ley (artículo 60 inciso g) otorga a la Superintendencia de Pensiones la potestad de excluir la adquisición de determinados valores, en función de la calificación de riesgo, todo ello en aras de la protección de las inversiones que se realizan con los recursos de los afiliados.

Tal y como se analizó, la regulación del CONASSIF que viene a cumplir con el referido mandato legal, es el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, el cual con respecto al tema de la calificación lo que se exige, como ya reiteradamente se indicó, es que los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF (en el caso de estudio el BANHVI) cuenten con una calificación de riesgo de al menos “A”, sin exceptuar en ningún momento los títulos emitidos con garantía hipotecaria por el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda.

Por otra parte, cabe aclarar que el requisito establecido en el inciso e) del artículo 23 del Reglamento de Inversiones, según el cual: *“...e. La entidad emisora de los valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos en cumplimiento del artículo 61 de la Ley 7983, deberá estar situada **en el grado de riesgo normal** según la normativa emitida por la Superintendencia General de Entidades Financieras...”*, en ningún momento excluye (como se interpreta en el dictamen jurídico remitido por la OPC consultante) la obligación aplicable a los emisores de estos instrumentos en el sentido de que deben cumplir con el requisito dispuesto en el inciso b) del mismo artículo, a saber, que el emisor posea una calificación de riesgo al menos de “A”.

La fuente que en ambos casos acredita la calificación, es de distinta naturaleza. Es decir, el grado de riesgo normal es calificado por la SUGEF, y la calificación de riesgo al menos de “A”, es otorgada por una sociedad calificador de riesgo, a tenor de lo dispuesto en *el artículo 144 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores*, atendiendo criterios o parámetros distintos.

B. INTERPRETACIÓN INTEGRAL DEL ORDENAMIENTO JURÍDICO:

La interpretación anteriormente indicada, obedece a una interpretación integral del ordenamiento jurídico, de conformidad con lo dispuesto en 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.

Dicha interpretación es fundamental, en el régimen normativo especial que nos ocupa, en el cual, como bien se indicó en líneas anteriores, la inversión de los recursos debe responder a los intereses del trabajador, y por ende, la normativa prudencial emitida debe velar no sólo por la rentabilidad del sistema, sino también por la protección de dichos intereses superiores.

En virtud de lo anterior, la calificación de riesgo del al menos “A”, exigida a los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF obedece, esencialmente, a la exigencia de protección del fin público a tutelar, a saber, los recursos de los afiliados, en aras de la obtención de una prestación digna al momento que se materialicen las contingencias de invalidez, vejez o muerte.

IV. CONCLUSIONES.

De conformidad con los razonamientos expuestos, citas legales y reglamentarias analizadas, se concluye lo siguiente:

1. La Ley de Protección del Trabajador, regula la inversión de los fondos que administran las operadoras de pensiones. Por mandato de la misma Ley, dicha regulación se completa con los reglamentos que emita el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.
2. La inversión de los recursos debe responder a los intereses del afiliado, por ello dichas inversiones están sometidas a un régimen prudencial de regulación y supervisión, el cual en

términos generales, se orienta a la solvencia y rentabilidad del sistema y ante todo, a la protección de los derechos de los afiliados.

3. La Superintendencia de Pensiones, como ente rector y supervisor del régimen de inversiones que se realicen con los recursos de los trabajadores, por disposición de Ley, tiene la potestad de excluir la adquisición, por parte de las entidades reguladas, de determinados valores, en función de la calificación de riesgo, todo ello en aras del referido fin jurídico a tutelar, a saber, los recursos de los trabajadores con miras a la obtención de una pensión digna en su etapa de retiro.
4. De conformidad con la interpretación integral del ordenamiento jurídico y lo dispuesto en el artículo 60 inciso d) de la Ley de Protección al Trabajador, norma de rango superior, cabe concluir que las inversiones que se realicen con los fondos administrados por una Operadora de Pensiones, deben estar debidamente calificadas, en los términos que lo establezcan las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.
5. La regulación del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, que viene a cumplir con dicho mandato legal, es el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, el cual señala que los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF (en el caso de estudio el BANHVI) deben contar con una calificación de riesgo al menos "A", sin exceptuar los títulos emitidos con garantía hipotecaria por el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda (artículo 23 inciso b). Ello aunado a las disposiciones específicas del artículo 61 de la Ley de Protección al Trabajador que resulta aplicable y la norma expresa contenida en el artículo 23 inciso e) según la cual las inversiones en cuestión deben ajustarse a los requisitos y límites definidos en el Reglamento.

Cordialmente,



Giselle Vargas B.
Abogada Encargada



Silvia Canales C.
Directora