

PJD-06-2014

8 de julio de 2014

Señor
Edgar Robles Cordero
Superintendente
Superintendencia de Pensiones

Estimado señor:

En atención a su solicitud, de analizar la propuesta de reforma a varios artículos del Reglamento de Inversiones de las entidades reguladas (en adelante el Reglamento) esta División Jurídica emite el siguiente criterio:

I. Objeto de la reforma

Tal y como lo señala la propuesta de acuerdo, en el artículo 27 del Reglamento de Inversiones, literal a), se establece un límite máximo de 50% para las inversiones que los fondos administrados por las entidades reguladas pueden realizar en valores del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Por medio del transitorio IV de dicho reglamento, se estableció a su vez una gradualidad semestral para alcanzar este límite. No obstante, y aún a pesar de que la regulación vigente les permite a los fondos adquirir los instrumentos autorizados en los mercados de valores y capital local e internacional, se presentan situaciones que dificultan mejorar la diversificación local e internacional de esos portafolios, entre ellas:

- a. El comportamiento volátil del desempeño de los mercados internacionales que podrían tener un efecto negativo sobre la rentabilidad de los fondos gestionados.
- b. La necesidad de mejorar el entrenamiento y la capacitación de los gestores de los fondos administrados para incursionar en los mercados internacionales.
- c. La disponibilidad de emisores y emisiones del sector privado en el mercado local es prácticamente nula, excepto algunos bonos corporativos, en especial de emisores del sector financiero bancario y no bancario.
- d. La necesidad de adoptar la gestión integral de riesgos para poder elaborar y analizar escenarios de composición de portafolios vinculados con objetivos claros de riesgo-rendimiento, según el fondo gestionado.

Por esa razón, se propone una modificación al transitorio de cita, con el fin de ampliar el tiempo para alcanzar los límites indicados, y así permitir a los gestores de los fondos de pensiones recomponer sus portafolios, y aplicar la gestión de riesgos a través de una asignación estratégica de inversiones basada en su política y objetivos.

En relación con este tema, el **estudio técnico** adjunto a la solicitud del criterio señala lo siguiente:

[...] el límite máximo que deben mantener los fondos administrados, en emisiones del Gobierno de la República y el Banco Central de Costa Rica, dentro de la composición de sus portafolios. Ese máximo está establecido en 50% pero, existe un transitorio con una gradualidad semestral, que permitirá que al finalizar el 2018, todos los fondos administrados, incluidos los fondos complementarios creados por Ley Especial, logren tal tope.

Esta gradualidad se ha venido analizando a lo largo de los trece años que tiene de operación el régimen de capitalización individual con el fin de adecuarla a la realidad que enfrenta el mercado de valores y de capital, tanto local como internacional, y vigilando también que esta gradualidad sea tal que permita la gestión de los portafolios administrados en la consecución de su objetivo de otorgar una pensión a los afiliados y trabajadores así como un ahorro que permita mitigar aquellos periodos de desempleo, para el caso del Fondo de Capitalización Laboral (FCL).

El acuerdo propone, también, la derogatoria de los dos últimos párrafos del artículo 29 del Reglamento, los cuales establecen, entre otros, que las entidades reguladas no pueden invertir más de un 20% de todos los fondos administrados en una misma emisión autorizada.

Se propone esta derogatoria con el fin de abrir espacios para que los emisores y proyectos se financien a través del mercado de valores, particularmente aquellos proyectos de infraestructura que impacten positivamente en el desarrollo y crecimiento económico del país.

Por otro lado, es importante señalar que en la actualidad el límite mencionado presenta dificultades para su aplicación, pues en el evento de que el emisor decida no colocar en el mercado la totalidad de la emisión autorizada dentro del plazo previsto por la regulación, se produce una disminución del monto autorizado; esto provoca que entidades reguladas por la Supén incurran en el incumplimiento de los límites establecidos por los excesos así generados, debiendo presentar para ello un plan de reducción de riesgos que podría traducirse en pérdidas para los fondos.

Al respecto, el estudio técnico antes mencionado es claro al señalar que la necesidad de esta reforma radica, fundamentalmente, en el hecho de que *“la oferta de valores local es escasa para satisfacer la demanda de los fondos de pensiones y capitalización laboral, en especial de emisores distintos al Gobierno y Banco Central de Costa Rica”*.

Finalmente, el proyecto de acuerdo propone modificar la definición de grupo de interés económico o financiero contenida el artículo 2 del Reglamento, con el fin de establecer que no se consideran parte de este los vehículos de propósito especial administrados por entidades pertenecientes al mismo grupo, siempre que: 1) exista una separación patrimonial respecto de su administrador y, además, 2) cuenten con normas de gestión de los eventuales conflictos de interés que se generen. Estas normas deberán establecer, como mínimo, la obligación de identificar los

riesgos asociados, así como las medidas que deberán adoptarse para su adecuada y oportuna gestión.

Esta modificación se complementa con una reforma al artículo 30, inciso f), del mismo Reglamento, la cual se presenta en el siguiente cuadro comparativo:

Norma vigente	Norma propuesta
<p><i>f. Salvo lo dispuesto en leyes especiales, las entidades reguladas no podrán invertir los recursos de los fondos en:</i></p> <p><i>a. Valores emitidos o garantizados por cualquiera de las empresas del grupo de interés económico o del grupo o conglomerado financiero al que pertenezca la entidad regulada, producto de procesos de titularización de activos, independientemente del vehículo utilizado o de la separación patrimonial que pueda existir respecto de las empresas que integran el grupo de que se trate.</i></p> <p><i>b. Valores originados en emisiones en cuya estructuración haya participado cualquiera de las empresas del grupo de interés económico o del grupo o conglomerado financiero al que pertenezca la entidad regulada.</i></p>	<p><i>f. Salvo lo dispuesto en leyes especiales, las entidades reguladas no podrán invertir los recursos de los fondos en valores emitidos o garantizados por cualquiera de las empresas del grupo de interés económico o del grupo o conglomerado financiero al que pertenezca la entidad regulada.</i></p>

Estas modificaciones parten de la idea de que la prohibición establecida en el artículo 63, inciso a), de la Ley de Protección al Trabajador, de invertir en valores emitidos o garantizados por parte de personas físicas o jurídicas “...que tengan en el ente una participación accionaria superior al cinco por ciento (5%) o cualquier otra forma de control efectivo...”, se refiere a aquellas que tengan la citada participación accionaria o control efectivo de las entidades autorizadas, sea, las organizaciones sociales autorizadas para administrar los fondos de capitalización laboral y las operadoras de pensiones, según el tenor del inciso g) del artículo 2 de la Ley de Protección al Trabajador; sin que los fideicomisos o vehículos especiales utilizados para la emisión de valores, tengan la condición de accionistas, dado sus fines y propósitos.

Por otro lado, y dado que esta prohibición se refiere, además, a las “...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”, dicha prohibición no debería alcanzar a los fideicomisos o vehículos especiales utilizados para la emisión de valores que no tengan la condición de personas desde el punto de vista jurídico.

II. Potestades de la Superintendencia en materia de inversiones de las entidades reguladas

Resultan de interés para el análisis de esta propuesta de acuerdo, los artículos 61 y 63 de la Ley de Protección al Trabajador, los cuales señalan:

Artículo 61. Límites en materia de inversión

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, emitidos 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 las operadoras realicen, de conformidad con lo que a este respecto establecerá reglamentariamente la Superintendencia de Pensiones. En ningún caso podrá invertirse 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 quince por ciento (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 lo dispuesto en el párrafo anterior.

ARTÍCULO 63. Prohibiciones

Los recursos de los fondos no podrán ser invertidos en lo siguiente:

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.

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.

En ningún caso las entidades autorizadas y supervisadas podrán realizar operaciones de caución; tampoco operaciones financieras que requieran la constitución de prendas o 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.

Los derechos societarios inherentes a las acciones de una sociedad anónima que pasen a integrar un fondo serán ejercidos por el ente autorizado. Ninguno de los personeros, funcionarios o socios del ente autorizado podrán ser elegidos miembros de la Junta Directiva de dicha sociedad anónima, ni ser nombrados como fiscales. El representante del ente autorizado en la Asamblea General no podrá votar en la elección de la Junta Directiva de la sociedad anónima. Para el efecto de las mayorías requeridas para dichas elecciones, en la Asamblea General no se tomarán en consideración las acciones propiedad de los fondos.

III. Análisis de fondo:

En relación con las modificaciones propuestas al transitorio IV y al artículo 29 del Reglamento, esta Asesoría considera que el artículo 61 de la Ley de Protección al Trabajador es claro respecto de las amplias potestades que tiene la Superintendencia en materia de fijación de límites de inversión, esto con el fin de promover una adecuada diversificación y regular posibles conflictos de interés. En consecuencia, el Conassif cuenta con la habilitación legal para aprobar una reforma como la propuesta, la cual, además, se encuentra debidamente justificada desde el punto de vista técnico.

En cuanto a la reforma al artículo 2 y al artículo 30, inciso f), del Reglamento, se hace necesario tener presente lo dispuesto en el artículo 63 de la Ley de Protección al Trabajador arriba transcrito, para determinar su procedencia y habilitación legal.

Como se pudo apreciar en el apartado I de este criterio, con las reformas propuestas se pretende establecer que no se consideran parte de un grupo de interés económico o financiero, los vehículos de propósito especial administrados por entidades pertenecientes al mismo grupo, siempre que: 1) exista una separación patrimonial respecto de su administrador y, además, 2) cuenten con normas de gestión de los eventuales conflictos de interés que se generen. Estas normas deberán establecer, como mínimo, la obligación de identificar los riesgos asociados, así como las medidas que deberán adoptarse para su adecuada y oportuna gestión.

De esta forma, y en el tanto se cumplan las condiciones dichas, los fondos de pensión estarían autorizados para invertir en valores emitidos por vehículos de propósito especial administrados por entidades pertenecientes a su mismo grupo de interés económico o financiero.

Analizando la reforma propuesta en relación con el artículo 63, inciso a), de la Ley de Protección al Trabajador, considera esta Asesoría que esta norma otorga, tanto a la Superintendencia de Pensiones como al Conassif, la habilitación legal suficiente para proponer y aprobar, respectivamente, una modificación como la indicada.

Esta habilitación legal se encuentra prevista en el inciso a) del artículo 63 de la Ley de Protección al Trabajador, según el cual Conassif tiene la facultad para disponer reglamentariamente lo que se entiende por personas relacionadas que integren el mismo grupo de interés económico o financiero.

En lo que interesa, este artículo dispone que los recursos de los fondos no podrán ser invertidos en *“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”*. (Lo subrayado no es del original).

No obstante lo anterior, además de determinar si existe o no la habilitación legal para aprobar la reforma propuesta, es importante analizar si excluir de la definición de grupo de interés económico o financiero a los vehículos de propósito especial administrados por entidades pertenecientes al mismo grupo, puede resultar contrario al fin perseguido por el legislador al definir las prohibiciones para la inversión de los recursos de los fondos de pensiones.

En este sentido, no cabe duda que su intención al definir estas prohibiciones, estaba encaminada a eliminar eventuales conflictos de interés que podrían gestarse en la administración de los fondos. Con estas prohibiciones, lo que se pretendía era evitar que las personas facultadas para tomar las decisiones de inversión, aprovecharan tal coyuntura para beneficiarse directa o indirectamente, a través de la inversión en valores emitidos o garantizados por ellos mismos, parientes, personas jurídicas en las que tuviesen algún tipo de control efectivo o que formen parte de su mismo grupo de interés económico o financiero.

Analizada dentro de este contexto, es posible afirmar que la modificación propuesta contiene los elementos necesarios para satisfacer el fin perseguido por el legislador, dado que únicamente dejarán de considerarse parte de un grupo de interés económico o financiero, los vehículos de propósito especial administrados por entidades pertenecientes al mismo grupo, siempre que cumplan dos condiciones:

- 1) exista una separación patrimonial respecto de su administrador y, además,
- 2) cuenten con normas de gestión de los eventuales conflictos de interés que se generen. Estas normas deberán establecer, como mínimo, la obligación de identificar los riesgos asociados, así como las medidas que deberán adoptarse para su adecuada y oportuna gestión.

Como se puede observar, se contemplan en la normativa propuesta las salvaguardas necesarias para evitar los conflictos de interés, motivo por el cual el legislador estableció las prohibiciones mencionadas.

En cuanto a la importancia de la separación patrimonial, es importante aclarar que en el caso concreto del fideicomiso¹, al que comúnmente se recurre como vehículo de propósito especial para la emisión de valores, el patrimonio separado garantiza que los bienes fideicometidos, y otros que puedan generarse en el transcurso del fideicomiso, se destinen de forma exclusiva a la consecución de los fines del contrato. Asimismo, implica que los bienes fideicometidos salen de la esfera de dominio del fideicomitente, e ingresan a una esfera de dominio especial representada por el patrimonio separado, cuya administración está a cargo del fiduciario, sin que eso implique una confusión patrimonial con otros bienes y derechos que detente el fiduciario en su condición personal.

Este patrimonio es creado con la finalidad de hacer frente a los efectos generados por los negocios realizados por su cuenta. Es decir, el objetivo final del patrimonio autónomo es lograr una separación patrimonial entre los bienes del fideicomiso, fideicomitente y el fiduciario, ya que es el patrimonio autónomo el llamado a responder por los efectos propios del fideicomiso y no el fiduciario.

Esto implica que, tratándose de fideicomisos, no se genera entre sus administradores (fiduciario) y los representantes de los gestores de los fondos de pensión, un conflicto por propiedad o por gestión, por cuanto el fideicomiso constituye un patrimonio independiente del fiduciario. El emisor de los valores es el fideicomiso por lo que la captación se realiza con cargo al patrimonio fideicometido y, en última instancia, para lograr el fin del contrato. Asimismo, pese a que el fiduciario ostenta la legitimación necesaria para administrar el patrimonio del fideicomiso, esa facultad de administración se encuentra sujeta a las condiciones pactadas en dicho contrato, así como a las órdenes giradas por el fideicomitente para alcanzar el fin del negocio.

En virtud de lo expuesto, es criterio de esta Asesoría que el inciso a) del artículo 63 de la Ley de Protección al Trabajador otorga al Conassif la habilitación necesaria para modificar la definición de grupo de interés económico o financiero contenida en el artículo 2 del Reglamento de Inversiones. Esta modificación no vulnera el fin perseguido por la Ley, siempre que se garantice por medio del manejo adecuado de los conflictos de interés, que no será posible ejercer las relaciones de sujeción patrimonial o de toma de decisiones que fueron objeto de preocupación por parte del legislador.

IV. Conclusiones

A partir de lo expuesto es posible concluir lo siguiente con respecto a la reforma propuesta:

- La Ley es clara respecto a las amplias potestades que tiene la Superintendencia en materia de fijación de límites de inversión, y establece como parámetros promover una adecuada

¹ El fideicomiso se enmarca dentro de las categorías de los contratos de confianza, en el tanto el fideicomitente, de forma libre y voluntaria, encarga la ejecución de determinados fines a un fiduciario, para lo cual transmite a un patrimonio separado bienes o derechos en carácter de propiedad limitada o restringida.

diversificación y regular posibles conflictos de interés. En consecuencia, el Conassif cuenta con la habilitación legal suficiente para aprobar una reforma como la propuesta para el artículo 29 y el transitorio IV del Reglamento de Inversiones, la cual, además, se encuentra debidamente justificada desde el punto de vista técnico.

- El inciso a) del artículo 63 de la Ley de Protección al Trabajador otorga al Conassif la habilitación necesaria para modificar la definición de grupo de interés económico o financiero contenida en el artículo 2 del Reglamento de Inversiones. Esta modificación no vulnera el fin perseguido por la Ley, siempre que se garantice por medio del manejo adecuado de los conflictos de interés, que no será posible ejercer las relaciones de sujeción patrimonial o de toma de decisiones que fueron objeto de preocupación por parte del legislador.



Nelly Vargas Hernández

Directora

División de Asesoría Jurídica