

29 de mayo de 2019

PJD-9-2019

Señor
Álvaro Ramos Chaves
Superintendente
Superintendencia de Pensiones

Estimado señor:

El 4 de setiembre de 2018, la señora Kattia Ajoy Arnaéz, Gerente Comercial de BCR Pensiones OPC, solicitó el criterio de la Superintendencia de Pensiones (en adelante SUPEN) sobre “...la posibilidad de invertir los fondos administrados por BCR Pensiones en fondos de inversión internacionales que a su vez utilizan dentro de su gestión productos derivados y/o que a su vez invierten una parte del portafolio en instrumentos calificados como de alto rendimiento (high yield).” Para atender esta consulta, esta Asesoría emite el presente criterio jurídico.

I. Consulta

El planteamiento realizado es el siguiente:

Remitimos adjunta a esta nota el criterio legal de las abogadas María Emilia Chacón y Gabriela Burgués Arrea, de la firma Finlex, en relación con la posibilidad de invertir de los fondos administrados por BCR Pensiones en fondos de inversión internacionales que a su vez utilizan dentro de su gestión productos derivados y/o que a su vez invierten una parte del portafolio en instrumentos calificados como de alto rendimiento (high yield).

Con miras a proseguir con nuestro proyecto de inversión internacional, les solicitamos respetuosamente el criterio de la Superintendencia con relación a la opinión por nuestros asesores.

El criterio legal aportado indica lo siguiente:

... procedemos a dar nuestra opinión en relación con la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan invertir en fondos que mantengan una porción minoritaria en renta fija de alto rendimiento y fondos de inversión o 'ETFs' de mercados internacionales que invierten en acciones o deuda, y que utilizan derivados, pero no con fines especulativos.

LEY DE PROTECCIÓN AL TRABAJADOR Y EL REGLAMENTO DE INVERSIONES

La inversión de los recursos administrados por las operadoras de pensiones deben estar orientados no solo a la solvencia y rentabilidad del fondo sino también a su diversificación, límites y plazo de sus inversiones.

PJD-9-2019

Página 2

El artículo 59 de la Ley de Protección al Trabajador dispone que los recursos administrados por cualquiera de las entidades supervisadas por la SUPEN deberán invertirse de conformidad con la ley y la normativa que para tales efectos emita el CONASSIF.

Por su parte, el artículo 61 le otorga la potestad a la Superintendencia de establecer reglamentariamente límites en materia de inversiones de los recursos de los fondos. Esta misma norma señala que se podrá autorizar ciertas operaciones con instrumentos derivados, con el fin de alcanzar coberturas de riesgo de tasas de interés y tipo de cambio. El objetivo de esta norma es evitar que los regulados inviertan los recursos que administran en derivados con fines especulativos.

*Debe tenerse presente que la ley NO indica que las operadoras tengan una limitación para comprar participaciones en fondos de inversión cuyo subyacente sean derivados. **En este sentido, hay que diferenciar: entre la inversión directa en esos instrumentos financieros y la inversión en participaciones de fondos que invierten un porcentaje en derivados. Bajo este contexto, es clara la prohibición del artículo 63 por la compra directa de derivados con fines especulativos.***

Esa misma norma, con el fin de promover la adecuada diversificación del riesgo, autorizada a los regulados a invertir en mercados extranjeros, y el Reglamento de Inversiones de Entidades Reguladas describe los valores en los cuales pueden invertir, ya sea en el mercado local o internacional.

[...]

*Una interpretación armónica de la Ley, en concordancia con los artículos 25 y 32 transcritos lleva a concluir que en mercados internacionales los regulados sí pueden invertir en fondos de inversión catalogados como fondos de acciones, de deuda o índice. **La interpretación lógica en relación con la excepción de los fondos de inversión, es que la prohibición solo aplica para los fondos de cobertura que estén concentrados en derivados para fines especulativos, que es precisamente lo que pretende evitar el artículo 63 de la Ley. La limitación no debería aplicar para aquellos fondos de inversión, que invierten mayoritariamente en acciones y bonos y que residualmente tienen algunos activos subyacentes que son coberturas. Tampoco debería aplicar para aquellos fondos de inversión que invierten una porción minoritaria en instrumentos de renta fija de alto rendimiento, cuando este no sea el objetivo del fondo.***

Esta interpretación es consistente con uno de los propósitos de los fondos de inversión que es distribuir los recursos en varios instrumentos financieros de distinto riesgo con el objetivo de reducir la volatilidad en los rendimientos y garantizar el crecimiento de los recursos del fondo a largo plazo.

FONDOS DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS EXTRANJEROS

En este mismo orden de ideas, la mayoría de fondos de inversión internacionales utilizan derivados con fines de cobertura, para el manejo eficiente del portafolio o para cumplimiento de los objetivos de inversión. Sin embargo, esta inversión no es por motivos especulativos, es

PJD-9-2019

Página 3

decir, estos fondos no utilizan los derivados para especular en los mercados internacionales, que es el objetivo de la prohibición del artículo 63 de la Ley lo que busca el Reglamento de Inversiones.

[...]

Considerando la normativa nacional y la práctica internacional, es nuestra opinión que desde el punto de vista legal, no hay una prohibición en que se inviertan en fondos de inversión o ETFs que inviertan en acciones o deuda, aunque estos fondos auxiliarmente inviertan en derivados para efectos de cobertura o manejo eficiente del portafolio, siempre y cuando el objetivo del fondo en esta inversión no sea para especular. De igual forma no existiría prohibición para invertir en fondos con porciones minoritarias en renta fija de alto rendimiento.

Cabe aclarar que para cuantificar la exposición en derivados y determinar si se trata de una porción minoritaria del fondo se utiliza la exposición en derivados a valor de mercado. Debe insistirse, que desde el punto de vista técnico y de mercado internacionales, la mayoría de fondos extranjeros de deuda o accionarios permiten un porcentaje de inversión en derivados siempre y cuando no se cambie el objetivo del fondo una porción minoritaria en instrumentos de renta fija de alto rendimiento no desvirtúa el objetivo del fondo. El regulador costarricense al autorizar a los fondos de pensiones a invertir en mercados internacionales tiene que considerar la práctica internacional, si lo que se busca es una verdadera diversificación de los portafolios. De manera que la inversión en este tipo de fondos no vulnera el fin perseguido en la regulación, siempre que se garantice que no se está invirtiendo en fondos con fines especulativos.

Es por esta razón que estas decisiones de inversiones, bajo una adecuada administración integral del riesgo, debe contar con normas claras de gestión del riesgo en mercados internacionales, análisis de los prospectos de los fondos extranjeros y órganos responsables del gobierno corporativo que autoricen la inversión de acuerdo con la declaratoria de riesgo de cada operadora de pensiones. [Lo resaltado no es del original].

II. Análisis del caso

Los artículos 59 y 61 de la Ley de Protección al Trabajador señalan, en lo que interesa:

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.

[...]

Artículo 61. Límites en materia de inversión.

La Superintendencia establecerá 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.

[...]

PJD-9-2019

Página 4

Dado que el establecimiento de límites busca promover una adecuada diversificación del riesgo y regular posibles conflictos de interés, esta Asesoría entiende que el artículo 61 se refiere a límites en un sentido amplio, como reglas generales sobre las inversiones, que abarcan límites cuantitativos, principios, requisitos, etc.

Con fundamento en la habilitación legal otorgada en los artículos arriba mencionados, mediante acuerdo tomado en el artículo 5 del acta de la sesión 1452-2018, celebrada el 16 de octubre de 2018, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) derogó el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, y en su lugar aprobó el *Reglamento de Gestión de Activos (RGA)*, el cual entró en vigencia a partir de su publicación en el Diario Oficial La Gaceta, el 2 de noviembre de 2018.

El RGA tiene por objeto establecer los principios generales sobre la gestión de los activos que deben considerar las entidades reguladas por la SUPEN, los requisitos de los activos sujetos a inversión y los mercados en los cuales pueden operar, los límites prudenciales de inversión de los activos de los fondos, los aspectos mínimos que deben verificarse para utilizar los proveedores de servicios de inversiones y los elementos mínimos por cumplir para la concesión de créditos por parte de un fondo de pensión.

Esta normativa otorga especial relevancia al gobierno de las inversiones, la asignación estratégica de activos y la debida diligencia para la toma de decisiones. Por esta razón, en el *Capítulo II. Principios generales para la gestión de activos*, desarrolla una serie de principios que deben cumplir las entidades reguladas, con miras a lograr una sana administración de los activos de los fondos y de su capital mínimo de funcionamiento.

Por ser de interés para esta consulta, el artículo 5 RGA establece que toda inversión que realicen las entidades reguladas debe enmarcarse en una adecuada planificación estratégica, la cual debe cumplir, como mínimo, con los siguientes principios:

Artículo 5. Principios relativos a la planificación estratégica de las inversiones.

La planificación estratégica de las inversiones, como mínimo debe:

- a. Estar planteada en función de las características del fondo, los afiliados y pensionados actuales y potenciales, tomando en cuenta aspectos demográficos de la población del fondo, magnitud y periodicidad de los aportes.*
- b. Incluir los objetivos de rendimiento del portafolio de inversiones de cada fondo, estos deben ser concretos, alcanzables, cuantificables, definidos técnicamente, acordes con la realidad, las características del fondo y sus obligaciones; deben estar adecuados al apetito de riesgo de cada fondo.*

PJD-9-2019

Página 5

- c. *Velar porque los activos en los que se inviertan los recursos sean adecuados para cumplir con los objetivos de los fondos de contribución definida y las prestaciones derivadas del diseño del régimen, tratándose de regímenes de beneficio definido.*
- d. *Indicar los plazos para el logro de los objetivos planteados y el proceso para la revisión de su eficacia.*
- e. *Definir la asignación estratégica de activos la cual debe incluir los tipos de inversión que permitan el logro de los objetivos estratégicos, tomando en cuenta: países, monedas, plazos, sectores, clase de activos, sus índices de referencia, niveles de liquidez, tipo de instrumentos, tipo de gestión, fuentes de rentabilidad, entre otros; así como límites y activos que son restringidos para las inversiones de la entidad regulada; todo lo anterior, acorde con el apetito de riesgo y la diversificación.*
- f. *Indicar los riesgos a ser cubiertos, los productos que se deben usar para su cobertura y la metodología de medición de la efectividad de estas. En el caso de los riesgos específicos que el Órgano de Dirección decida no cubrir, deben establecerse los mecanismos para la medición y seguimiento periódico a su exposición.*
- g. *Contemplar las medidas de contingencia a implementar en caso de la materialización de los posibles riesgos, incluidos aquellos generados por crisis surgidas en eventos de riesgo sistémico.*

Además, las entidades deben cumplir con los principios relativos al manejo de las inversiones contemplados en el artículo 7 del RGA, entre los cuales sobresale el de administración prudente, debida diligencia, toma de decisiones, idoneidad, separación de funciones, costo-beneficio, dotación de recursos y rendición de cuentas, entre otros.

En lo que se refiere al Régimen de Inversión, el *Capítulo VI. Tipos de Instrumentos*, se refiere a los tipos de instrumentos en que pueden invertirse los recursos de los fondos. En particular, el *artículo 17 Instrumentos para la Inversión*, los clasifica en tres niveles dependiendo de sus características de complejidad de operación y sofisticación en su gestión de riesgos.

En lo que toca a la posibilidad de invertir los fondos administrados por BCR Pensiones OPC en fondos de inversión internacionales, que a su vez utilizan dentro de su gestión productos derivados, el artículo 17 del Reglamento de Gestión de Activos establece lo siguiente:

Artículo 17. Instrumentos para la inversión

Las inversiones de los fondos pueden realizarse en los siguientes tipos de instrumentos, los cuales pueden ser locales o internacionales. Se clasifican en tres niveles conforme a sus características, complejidad de operación y sofisticación en su gestión de riesgos.

a. Instrumentos Nivel I

[...]

PJD-9-2019

Página 6

ii. *Títulos representativos de propiedad:*
[...]

Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial: [...] Se exceptúan los fondos que en sus estrategias de inversión utilicen instrumentos derivados cuyo objetivo sea diferente al criterio de manejo eficiente del portafolio, definido por la UCITS.
[...] [Lo resaltado no es del original].

De acuerdo con el inciso a), ii), de este artículo, en el nivel I las inversiones de los fondos pueden realizarse en participaciones de fondos o vehículos de propósito especial que en sus estrategias de inversión utilicen instrumentos derivados, siempre que el objetivo de estos últimos sea el criterio de manejo eficiente del portafolio, definido por la *Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities (UCITS)*¹.

El artículo 3 RGA define las UCITS como la Directiva de la Unión Europea que permite a las instituciones de inversión colectiva, operar de forma transfronteriza. En otras palabras, UCITS es una especie de “*pasaporte europeo*” para las gestoras y los fondos que permite ampliar el mercado único y reducir costes, para que las gestoras puedan operar en el mercado europeo.

En cuanto al criterio de “*manejo eficiente del portafolio*”, el documento denominado “*DIRECTRIZ DE COMISIÓN 2007/16/EC*”, publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea, establece:

Técnicas e instrumentos para el manejo eficiente del portafolio

1. La referencia del artículo 21(2) de la Directriz 85/611/EEC a las técnicas e instrumentos relativos con valores transferibles y que son usados con el propósito del manejo eficiente de portafolio deberá entenderse como una referencia a técnicas e instrumentos que cumplan con los siguientes criterios:

- (a) sean económicamente apropiadas en tanto que han sido realizados en una manera costo eficiente;*
- (b) se hayan celebrado para uno o varios de los siguientes objetivos específicos:*
 - (i) reducción del riesgo;*
 - (ii) reducción del costo;*
 - (iii) la generación de capital adicional o de ingresos para el UCITS con un nivel de riesgo que sea compatible con el perfil de riesgo del UCITS y las normas de diversificación del riesgo establecidas en el artículo 22 de la Directriz 85/611/EEC;*
- (c) sus riesgos son adecuadamente capturados por el proceso de gestión de riesgo del UCITS*².

¹ Esta posibilidad resulta aplicable también a los instrumentos de nivel II y III, dado que en ambos casos las inversiones en participaciones de fondos o vehículos de propósito especial deben cumplir con todos los requisitos establecidos para el nivel I.

² Traducción libre del siguiente texto de la “COMMISSION DIRECTIVE 2007/16/EC”, publicado en The Official Journal of the European Union:

PJD-9-2019

Página 7

En vista de lo anterior, es posible afirmar que los fondos administrados por BCR Pensiones OPC pueden ser invertidos en fondos de inversión internacionales que a su vez utilizan dentro de su gestión productos derivados, siempre que el objetivo de estos sea el criterio de manejo eficiente del portafolio definido por UCITS. Ese criterio refiere a técnicas e instrumentos que cumplan con lo establecido sobre el particular en la “DIRECTRIZ DE COMISIÓN 2007/16/EC”, publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Es importante tener presente que la inversión en este tipo de instrumentos debe ajustarse también a los límites y prohibiciones establecidos en el Título V del RGA, y a los requisitos para transar en mercados extranjeros establecidos en el artículo 14 del mismo Reglamento., el cual dispone:

Artículo 14: Requisitos para transar en mercados extranjeros.

Las entidades reguladas que efectúen transacciones en los mercados extranjeros deben asegurarse de lo siguiente:

a. Que pertenezcan a países que son miembros ordinarios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el cual debe ser regulado y supervisado por el órgano rector de valores del país correspondiente. La entidad regulada debe definir los elementos que le permitan validar la eficiencia del mercado considerando su presencia, los años de experiencia, el volumen de activos y la separación de funciones relacionadas con la custodia, la compensación y la liquidación.

b. Las entidades reguladas únicamente pueden realizar operaciones de compra, venta y préstamo de valores, en los mercados extranjeros que se definen en este artículo. Estos mercados deben corresponder a países que cuenten con una calificación de riesgo soberano de grado de inversión otorgado por una calificadora de riesgos internacional. La entidad calificadora debe contar con reconocimiento en el mercado, realizar calificaciones de riesgo soberano en al menos diez países miembros ordinarios de la IOSCO, y encontrarse autorizada por el regulador del mercado de valores en el país donde se realizó la oferta pública inicial.

Techniques and instruments for the purpose of efficient portfolio management

1. The reference in Article 21(2) of Directive 85/611/EEC to techniques and instruments which relate to transferable securities and which are used for the purpose of efficient portfolio management shall be understood as a reference to techniques and instruments which fulfil the following criteria:

(a) they are economically appropriate in that they are realized in a cost-effective way;

(b) they are entered into for one or more of the following specific aims:

(i) reduction of risk;

(ii) reduction of cost;

(iii) generation of additional capital or income for the UCITS with a level of risk which is consistent with the risk profile of the UCITS and the risk diversification rules laid down in Article 22 of Directive 85/611/EEC;

(c) their risks are adequately captured by the risk management process of the UCITS.

PJD-9-2019

Página 8

c. Cualquier instrumento que se adquiriera por parte de un fondo en un mercado que cumpla con las condiciones anteriores, debe ser clasificado como un valor extranjero para efectos del cálculo de límite de inversión establecido en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador.

d. Los valores registrados para oferta inicial por parte de emisores costarricenses en mercados extranjeros se asumen como valores extranjeros, debido a las diferencias operativas y legales que puedan existir entre esos mercados y el local, independientemente de la calificación de riesgo que tengan los instrumentos; lo anterior, exceptuando las emisiones del sector público de Costa Rica. Adicionalmente, estas inversiones, deben ser tomadas en cuenta en los demás límites que se definen en este Reglamento, que les sean aplicables.

BCR Pensiones OPC consulta también si puede invertir los fondos que administra en fondos de inversión internacionales que a su vez invierten una parte del portafolio en instrumentos calificados como de alto rendimiento (high yield). Al respecto, el inciso a.ii) del artículo 17 RGA dispone:

Artículo 17. Instrumentos para la inversión

Las inversiones de los fondos pueden realizarse en los siguientes tipos de instrumentos, los cuales pueden ser locales o internacionales. Se clasifican en tres niveles conforme a sus características, complejidad de operación y sofisticación en su gestión de riesgos.

a. Instrumentos Nivel I

[...]

ii. Títulos representativos de propiedad:

[...]

Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial: Fondos financieros, de deuda, accionarios, mixtos o fondos índices, así como ETF que repliquen índices financieros. [...] [Lo resaltado no es del original].

De acuerdo con esta norma, en el nivel I pueden darse participaciones de fondos o vehículos de propósito especial de deuda³. No obstante, en vista de que el artículo no califica el tipo de deuda en que deben estar denominados estos fondos o vehículos de propósito especial, esta asesoría es del criterio de que debe recurrirse a las normas del RGA que regulan los instrumentos de deuda permitidos, a efectos de determinar si los fondos administrados por BCR Pensiones OPC pueden ser invertidos en fondos de inversión internacionales que a su vez invierten una parte del portafolio en instrumentos calificados como de alto rendimiento (high yield).

³ En el nivel II deben cumplir con todos los requisitos de las participaciones de fondos establecidos para el Nivel I, sin embargo, esos fondos pueden incursionar en vehículos de inversión relacionados con la administración de inmuebles, la inversión inmobiliaria, bienes raíces y desarrollo de proyectos. En el nivel III deben cumplir con todos los requisitos de las participaciones de fondos establecidos para el Nivel I, sin embargo, pueden incursionar en fondos que invierten en acciones privadas (private equity).

PJD-9-2019

Página 9

En este sentido, en lo que toca a los títulos de deuda, el artículo 17 del Reglamento de Gestión de Activos permite la inversión en deuda estandarizada como sigue:

- a) En el nivel I, permite la inversión en títulos de emisiones de deuda registradas en el mercado local o extranjero, que no cuenten con las siguientes características: redención anticipada, opciones implícitas, titularizaciones, desempeños ligados a índices o convertibles en acciones. Salvo en el caso de los valores que por normativa costarricense no están obligados a calificarse, los instrumentos locales deben contar con una calificación de riesgo local que se encuentre dentro del grado de inversión de la escala de calificación.

Por su parte, los instrumentos internacionales deben tener una calificación de riesgo dentro del grado de inversión. En el caso de instrumentos internacionales de deuda soberana que no cuenten con calificación de riesgo específica, se toma la calificación de riesgo soberano del país emisor, la cual debe encontrarse entre las tres mejores calificaciones de riesgo de la escala de calificación.

- b) En el nivel II, los instrumentos deben cumplir con todos los requisitos de deuda estandarizada establecida para el Nivel I, sin que les apliquen las limitaciones definidas en ese nivel.
- c) En el nivel III, los títulos extranjeros deben cumplir con todos los requisitos de deuda estandarizada establecida para el nivel I, con la excepción de que no requieren de una calificación de riesgo grado de inversión. No obstante, las calificaciones de riesgo correspondientes a estos instrumentos deben encontrarse dentro de las dos mejores de la escala inferior al grado de inversión. De acuerdo con el artículo 3 RGA, estos son los títulos de deuda denominados high yield⁴.

En vista de lo anterior, considera esta asesoría que sí es posible invertir los fondos administrados por BCR Pensiones OPC en fondos de inversión internacionales que a su vez invierten una parte del portafolio en instrumentos de deuda estandarizada que no es grado de inversión (high yield). Estos instrumentos están autorizados tanto por el tipo de participaciones de los fondos o vehículos de propósito especial, los cuales pueden ser de deuda; así como por el tipo de instrumentos de deuda que están permitidos en el artículo 17 del RGA, que incluye los títulos de deuda denominados high yield.

⁴ El artículo 3 RGA contiene la siguiente definición: “Deuda estandarizada que no es grado de inversión (high yield), que son instrumentos de deuda cuya calificación de riesgo es inferior al grado de inversión proporcionado por alguna calificadora de riesgo”.

PJD-9-2019

Página 10

No obstante, es necesario indicar que en este caso también resultan aplicables los principios desarrollados en el *Capítulo II. Principios generales para la gestión de activos* del RGA, lo indicado sobre los límites y prohibiciones establecidos en el Título V del RGA, y los requisitos para transar en mercados extranjeros, establecidos en el artículo 14 del mismo Reglamento.

En ambos casos le corresponderá al órgano de dirección, al momento de definir la asignación estratégica de activos a que se refiere el artículo 5 RGA, valorar el grado en el que desea que los fondos que administra BCR Pensiones OPC se vean expuestos a estos tipos de instrumentos, todo lo anterior acorde con el apetito de riesgo y la diversificación.

III. Conclusiones

1. Sí es posible invertir los fondos administrados por BCR Pensiones OPC en fondos de inversión internacionales que a su vez utilizan dentro de su gestión productos derivados, siempre que el objetivo de estos últimos sea el criterio de manejo eficiente del portafolio, definido por la UCITS, tal y como lo dispone el artículo 17 RGA.
2. Sí es posible invertir los fondos administrados por BCR Pensiones OPC en fondos de inversión internacionales que a su vez invierten una parte del portafolio en instrumentos calificados como de alto rendimiento (high yield).
3. En ambos casos deben tenerse presentes los principios desarrollados en el *Capítulo II. Principios generales para la gestión de activos* del RGA, lo indicado sobre los límites y prohibiciones establecidos en el Título V del RGA, y los requisitos para transar en mercados extranjeros, establecidos en el artículo 14 del mismo Reglamento.

PJD-9-2019

Página 11

4. De igual manera, en ambos casos le corresponderá al órgano de dirección, al momento de definir la asignación estratégica de activos a que se refiere el artículo 5 RGA, valorar el grado en el que desea que los fondos que administra BCR Pensiones OPC se vean expuestos a estos tipos de instrumentos, todo lo anterior acorde con el apetito de riesgo y la diversificación.

Realizado por: Yorlenny A.U.
Yorleny Avendaño Vega

Revisado por: [Firma]
Jenory Díaz Molina

Aprobado por: [Firma]
Nelly Vargas Hernández

División de Asesoría Jurídica