

13 de marzo de 2020

PJD-6-2020

Señora
Patricia Abarca Rodríguez, Directora
División de Supervisión de Regímenes de Capitalización Individual
Superintendencia de Pensiones

Estimada señora:

El 19 de julio de 2019, la División de Supervisión de Regímenes de Capitalización Individual (RCI), solicitó, por medio del Sistema de Trámites de esta Superintendencia, el criterio de la División Jurídica sobre: “... si a los ETF les aplica el límite por emisor del Art. 67 c o, si el límite por emisor definido en el Artículo 69 aplica para figuras como el ETF, fondos mutuos y VPE o no ...” Para atender esta consulta, esta Asesoría emite el presente criterio jurídico:

I. Sobre lo consultado

El planteamiento realizado por RCI es el siguiente:

Como lo conversamos en la reunión de este miércoles, la consulta realizada por Popular Pensiones sobre si a los ETF les aplica el límite por emisor del Art. 67 c, ha originado una serie de consultas tanto a lo interno de SUPEN como a funcionarios de otras superintendencias y entidades externas.

En principio, según lo coordinado por Porfirio con Daisy, se estableció que la intención en el momento de elaboración del RGA fue que el único límite que aplicaba a figuras como el ETF era el de 25% por ser instrumentos de Nivel I (Art. 68 b.i.). Sin embargo, tal posición difiere de la contenida en la propuesta de oficio planteada para responder consultas de BAC OPC, en la cual se estableció que sí aplicaba el límite para emisor en ETF.

Sin embargo, cuando se hace una lectura de todos los límites, particularmente del Art. 69 que establece:

Artículo 69. Límites por emisor

Los fondos deben cumplir con un límite máximo de inversión de hasta un 10% en un solo emisor de cualquier tipo de valores, excepto para el Ministerio de Hacienda de Costa Rica, el Banco Central de Costa Rica y los emisores de deuda soberana internacional de países que cuenten con calificación de riesgo dentro del grado de inversión.

PJD-6-2020

Página 2

Llama la atención que la redacción expresamente haya utilizado la expresión "emisor de cualquier tipo de valores", lo cual claramente incluye a los ETF, fondos mutuos y otros VPE.

Sobre el término emisor aplica para ETF y figuras similares, se realizó una búsqueda en internet, con los resultados que se muestran en el documento adjunto. Algunas definiciones lo refieren únicamente a emisor de deuda o de acciones. Sin embargo, también hay definiciones, que ahí se destacan, que incluyen al gestor del ETF como emisor.

De las consultas realizadas en SUGEVAL, tanto Rodrigo Segura como Patricia Mata, consideran que en el caso de los Fondos de inversión, el emisor es el propio VPE, no la SAFI.

Como se observa, no hay un criterio o definición que se pueda consultar que establezca claramente qué se debe considerar como emisor en los ETF, si el gestor o el VPE, o si bien, en esas figuras no opera este término.

De las revisiones y valoraciones realizadas a este momento en el análisis de esta área de supervisión, lo que parece más razonable y apegado a la técnica es que el límite por emisor del artículo 69 se aplique a ETF y figuras similares, considerando como emisor al gestor de las participaciones. De no ser esta interpretación correcta, esta División requeriría para efectos de su correcta aplicación en la supervisión, de los criterios o fundamentos que respaldarían la no aplicación de este límite en estas figuras.

Dado lo anterior, se requiere contar con la interpretación legal de si el límite por emisor definido en el Artículo 69 aplica para figuras como el ETF, fondos mutuos y VPE o no, aportando los criterios legales que se estimen recurrentes.

II. Análisis del caso

El artículo 59 de la Ley de Protección al Trabajador señala, 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.

[...]

El Reglamento de Gestión de Activos (en adelante RGA), el cual entró en vigor el 2 de noviembre de 2018, tiene por objeto establecer principios generales sobre la gestión de los

PJD-6-2020

Página 3

activos que deben considerar las entidades reguladas por la Superintendencia de Pensiones (en adelante 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.

El RGA establece, además, una serie de medidas preventivas que se deben considerar al momento que se vaya a realizar una inversión, las cuales son de entera responsabilidad de la entidad regulada. En este sentido, los artículos 4 y siguientes del RGA señalan, entre otras cosas: los principios generales para la gestión de activos, los principios relativos a la planificación estratégica de las inversiones, política de inversiones y principios relativos al manejo de las inversiones.

En lo que toca a los Exchange Traded Funds (ETF), el artículo 3 de este Reglamento los define como: carteras colectivas que replican su rentabilidad sobre un índice bursátil o una canasta de valores, expresados en participaciones negociables en bolsa.

Para entender la forma en que los límites prudenciales previstos en el RGA aplican en el caso de la inversión en ETF, esta Asesoría le formuló una consulta a la División de Planificación y Normativa¹, la cual indicó:

El RGA agrupa los instrumentos para la inversión en tres niveles, que fueron determinados de acuerdo con las características de las emisiones, la complejidad de operación y la sofisticación en su gestión de riesgos; en el caso de los títulos representativos de propiedad la definición de los límites (art 68 del RGA) se establece de acuerdo con el nivel al que pertenecen los instrumentos, veamos:

<i>Nivel</i>	<i>Tipo de Instrumento: Título representativo de propiedad</i>	<i>Límite</i>
<i>I</i>	<i>Títulos accionarios ADRs Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial que replican índices financieros.</i>	<i>25%</i>
<i>II</i>	<i>Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial que pueden incursionar en vehículos de inversión relacionados con la administración de inmuebles, la inversión inmobiliaria, bienes raíces y el desarrollo de proyectos.</i>	<i>10%</i>
<i>III</i>	<i>Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial que incursionen en private equity.</i>	<i>5%</i>

¹Esta División coordinó el proceso de elaboración del RGA.

PJD-6-2020

Página 4

Como los ETF son fondos cotizados se concluye que: los ETF que replican índices financieros se clasifican como instrumentos nivel I, los ETF que pueden incursionar en vehículos de inversión relacionados con la administración de inmuebles, la inversión inmobiliaria, bienes raíces y el desarrollo de proyectos se clasifican como instrumentos nivel II, y los ETF que incursionen en private equity se clasifican como instrumentos nivel III.

En el RGA se definen límites prudenciales, no se define un límite específico para los ETF sino que, para todos los tipos de instrumentos que se catalogan como títulos representativos de propiedad, categoría donde se clasifican los ETF, se establece un límite de acuerdo el nivel al que pertenecen².

Por lo tanto, el límite esta en función de un conjunto de instrumentos agrupados de acuerdo a sus características, su complejidad de operación y la sofisticación necesaria para la gestión de sus riesgos. Por ejemplo, los títulos representativos de propiedad de nivel I tienen un límite de hasta el 25% esta categoría incluye a los títulos accionarios, los ADRs y las participaciones de fondos (incluidos los ETF) o vehículos del propósito especial.

Por otro lado, el artículo 69 del RGA establece que los fondos administrados deben cumplir con un límite máximo de inversión de hasta un 10% en un solo emisor de cualquier tipo de valor, este límite que aplica a los emisores de los instrumentos financieros y no a las sociedades administradoras de fondos de inversión o a los gestores de los fondos colectivos.

Los gestores de los EFT son conocidos internacionalmente como “ETF issuers”, sin embargo, esta figura es la que constituye el fondo cotizado, se encarga de la promoción o difusión, emisión y reembolso de las participaciones, así como la administración, gestión y representación de los fondos; por lo tanto, los límites por emisor definidos en el artículo 69 y en el inciso c del artículo 67 del RGA no deben aplicarse a los gestores de los ETF (“ETF issuers”).

De esta forma, y en lo que interesa, 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

[...]

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 [...].

b. Instrumentos Nivel II

[...]

ii. Títulos representativos de propiedad:

Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial: Deben cumplir con todos los requisitos de las participaciones de fondos establecidos para el Nivel I, sin embargo, esos fondos

² En los niveles I y II este límite puede ampliarse proporcionalmente al límite definido para valores emitidos en mercados extranjeros (artículo 67, inciso b del RGA).

PJD-6-2020

Página 5

pueden incursionar en vehículos de inversión relacionados con la administración de inmuebles, la inversión inmobiliaria, bienes raíces y desarrollo de proyectos.

[...]

c. Instrumentos Nivel III

[...]

ii. Títulos representativos de propiedad

Participaciones de fondos o vehículos de propósito especial: 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).

[...]

Según lo indicado por la División de Planificación y Normativa, “... los ETF que replican índices financieros se clasifican como instrumentos nivel I, los ETF que pueden incursionar en vehículos de inversión relacionados con la administración de inmuebles, la inversión inmobiliaria, bienes raíces y el desarrollo de proyectos se clasifican como instrumentos nivel II, y los ETF que incursionen en private equity se clasifican como instrumentos nivel III”.

No obstante, es importante tener en consideración que, además de lo dispuesto en el artículo 17, las entidades reguladas deben ajustarse también a los límites establecidos en el capítulo XIV del RGA, específicamente a lo dispuesto en sus artículos 66 y siguientes. Estos artículos se refieren al cálculo de los límites, los límites generales, los límites por tipo de instrumento, límites por emisor y la aplicación de estos.

Ahora bien, la consulta de RCI se encuentra referida, puntalmente, a la aplicación a la inversión en ETF del límite por emisor previsto en el inciso c) del artículo 67 y en el artículo 69 del RGA. Al respecto, estas normas indican:

Artículo 67. Límites generales

Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:

[...]

c. En valores emitidos por un mismo grupo o conglomerado financiero local, o en el ámbito internacional en un mismo emisor, sus subsidiarias y filiales, hasta el 10%.

[...] [Lo resaltado no pertenece al original].

Artículo 69. Límites por emisor

Los fondos deben cumplir con un límite máximo de inversión de hasta un 10% en un solo emisor de cualquier tipo de valores, excepto para el Ministerio de Hacienda de Costa Rica, el Banco Central de Costa Rica y los emisores de deuda soberana internacional de países que cuenten con calificación de riesgo dentro del grado de inversión. [Lo resaltado no pertenece al original].

En ambos casos, el límite está referido al emisor de los valores, de ahí que para responder esta consulta, se hace necesario, entonces, determinar si los gestores de los ETF son emisores o no.

PJD-6-2020

Página 6

Los principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), se refieren al término “emisor” e indican que este debe entenderse de manera general, e incluye a todas las entidades y personas que ofrezcan o vendan **sus propios valores**³.

El término “emisión” también se encuentra en el Diccionario Jurídico de Guillermo Cabanellas de Torres, según el cual esta constituye un:

... acto por el cual el Estado, o una sociedad legalmente constituida, expide y pone en circulación los instrumentos o efectos (por lo general billetes u otros títulos) representativos del crédito público o privado. En unos casos, el de las sociedades, la emisión constituye un reconocimiento de deuda o la participación patrimonial que en la entidad tiene el titular o poseedor...⁴

Sobre la condición o no emisor que pueden tener los gestores o administradores de ETF, la División de Planificación y Normativa explica que: **“Los gestores de los EFT son conocidos internacionalmente como “ETF issuers”, sin embargo, esta figura es la que constituye el fondo cotizado, se encarga de la promoción o difusión, emisión y reembolso de las participaciones, así como la administración, gestión y representación de los fondos; por lo tanto, los límites por emisor definidos en el artículo 69 y en el inciso c del artículo 67 del RGA no deben aplicarse a los gestores de los ETF (“ETF issuers”)...** [el resaltado no pertenece al original].

Tomando como base lo indicado por la División de Planificación y Normativa, así como conceptos a que se hizo mención, esta asesoría considera que los gestores o administradores de ETF no pueden ser considerados emisores, en el tanto estos se limiten a constituir el fondo cotizado⁵, así como a administrarlo, gestionarlo, promoverlo, difundirlo, representarlo, emitir y reembolsar las participaciones. En otras palabras, mientras la cartera de valores que constituye el fondo no esté relacionada con los activos y pasivos del gestor o administrador.

³ (OICV-IOSCO) Metodología para la evaluación de la implementación de los objetivos y principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO, Organización Internacional de Comisiones de Valores, 2013, página 91. Puede ser consultado en el siguiente vínculo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>

⁴ (CABANELLAS de TORRES) Guillermo

Diccionario jurídico elemental, actualizado por Guillermo Cabanellas de las Cuevas, Editorial Heliasta, página 144. Se puede consultar en el siguiente vínculo:

<https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWFpbm95ZWN0b2RlanVyaXNwcnVhZm5jaWFjZnJlGd4OjczNTczNGVhZmZjMzZm5Nzg>

⁵ En relación con estos fondos se puede señalar lo siguiente:

Los fondos cotizados o ETF (siglas correspondientes al término en inglés Exchange-Traded Funds) son un vehículo de inversión cuya política busca replicar el comportamiento de los activos que componen un índice bursátil, ya sea de renta fija, variable, divisas o materias primas u otros activos financieros.

Podemos definirlos como un activo financiero híbrido, ya que mantienen similitudes con los fondos de inversión tradicionales en sí mismos, pero también con las acciones. Tiene la capacidad de diversificación de los fondos y la liquidez de las acciones. Es decir, se trata de instituciones de inversión colectiva (IIC) cuyas participaciones cotizan en la bolsa de valores, liquidándose y negociándose a tiempo real.

Tomado de la página <https://economipedia.com/definiciones/etf-fondos-cotizados.html>

PJD-6-2020

Página 7

En este sentido, no le sería aplicable a la inversión en ETF lo indicado en el artículo 69 del RGA, según el cual los fondos administrados deben cumplir con un límite máximo de inversión de hasta un 10% en un solo emisor de cualquier tipo de valor; lo anterior, porque este límite aplica a los emisores de los instrumentos financieros y no a las sociedades administradoras de fondos de inversión o a los gestores de los fondos colectivos. Por la misma razón, tampoco resultaría aplicable en este caso el límite establecido en el artículo 67, inciso c), del RGA.

En el caso de la inversión en ETF, el Reglamento contiene el límite general previsto en el inciso b. del artículo 67 y el límite por instrumento previsto en el artículo 68, inciso b., i. Estas normas disponen:

Artículo 67. Límites generales

Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:

[...]

b. En valores emitidos en el mercado extranjero hasta el 25%. Este porcentaje puede ser ampliado hasta el 50% demostrando, con base en el cumplimiento de las disposiciones previstas en el “Título II. Gobierno de las Inversiones”, que la ampliación del límite cumple con lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador.

Artículo 68. Límites por instrumento

Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:

[...]

b. Títulos representativos de propiedad:

*i. Hasta un 25% en **instrumentos nivel I**, excepto en fondos y vehículos de inversión financieros locales donde se podrá invertir hasta un 5%.*

[...] [El resaltado no pertenece al original].

Finalmente, conviene traer a colación lo indicado en el artículo 65 del RGA, en el sentido que: “*El establecimiento de límites prudenciales para la gestión de las inversiones de los fondos tiene como fin promover una adecuada diversificación de los portafolios. Sin embargo, es responsabilidad de las entidades reguladas definir dentro de sus políticas de inversión los límites y prohibiciones que obedezcan al proceso de planificación y debida diligencia, los cuales estén en función de los objetivos y riesgos determinados para los fondos en aras de lograr la mejor relación posible entre riesgo y rendimiento*”.

III. Conclusiones

1. El RGA define los ETF como aquellas carteras colectivas que replican su rentabilidad sobre un índice bursátil o una “canasta” de valores, expresados en participaciones negociables en bolsa.
2. Los gestores o administradores de ETF no pueden ser considerados emisores, en el tanto estos se limiten a constituir el fondo cotizado, así como a administrarlo,

PJD-6-2020

Página 8

gestionarlo, promoverlo, difundirlo, representarlo y reembolsar las participaciones. En otras palabras, mientras la cartera de valores que constituye el fondo no esté relacionada con los activos y pasivos del gestor o administrador.

3. En este sentido, no le es aplicable a la inversión en ETF el límite por emisor establecido en el artículo 69 del RGA, ni el límite establecido en el artículo 67, inciso c), de ese Reglamento.
4. En el caso de la inversión en ETF, el Reglamento contiene el límite general previsto en el inciso b. del artículo 67 y el límite por instrumento previsto en el artículo 68, inciso b., i.

Realizado por:

Yorlenny A.V.

Yorlenny Avendaño Vega

Revisado por:



Jenory Díaz Molina

Aprobado por:



Nelly Vargas Hernández

División de Asesoría Jurídica