22 de octubre de 2020

**PJD-24-2020**

Señora

Rocío Aguilar Montoya

Superintendente de Pensiones

Estimada señora:

De conformidad con lo establecido en el *Procedimiento para la tramitación ante el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero Costarricense de proyectos de emisión o reformados reglamentos*, esta División de Asesoría Jurídica emite un criterio sobre la viabilidad legal de una propuesta de modificación del *Reglamento de Gestión de Activos* (en adelante el RGA). La propuesta tiene como objetivo autorizar a los fondos de pensiones invertir en fondos que invierten en capital de riesgo en el mercado local que cumplan lo establecido en las normas emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif).

1. **Antecedentes**

La División de Planificación y Normativa de esta Superintendencia señala en su informe técnico, que el sector productivo requiere utilizar esquemas alternativos de financiamiento, principalmente en el contexto actual por la emergencia sanitaria causada por la pandemia de la COVID-19. En este contexto el acceso al financiamiento tradicional podría verse limitado, por lo que la inversión en capital de riesgo, como mecanismo de financiamiento para el proceso de reactivación económica, adquiere mayor relevancia.

La Superintendencia General de Valores (Sugeval) planteó una propuesta reglamentaria sobre fondos de inversión de capital de riesgo que presenta un esquema flexible de operación para el fondo de inversión al establecerle normas diferenciadas con respecto a los fondos de inversión vigentes. La propuesta mantiene la difusión de la información como elemento de protección al inversionista involucrado, la gestión especializada, las normas de funcionamiento y de conducta requeridas en el mercado de valores.

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, en el artículo 10, del acta de la sesión 1608-2020, celebrada el 28 de setiembre de 2020, dispuso remitir en consulta pública la propuesta del *Reglamento sobre fondos de inversión de capital de riesgo*, elaborada por la Sugeval. El reglamento remitido en consulta es exclusivo para este producto debido a la naturaleza especial del fondo de inversión de capital de riesgo (muy diferente respecto a los fondos de inversión ya regulados) y pretende facilitar la comprensión y aplicación de la regulación.

El artículo 1 de la propuesta del *“Reglamento sobre fondos de inversión de capital de riesgo”* define los fondos de capital de riesgo de la siguiente manera:

*Se denomina fondo de inversión de capital de riesgo el* *patrimonio independiente que administra una sociedad administradora de fondos de inversión, bajo la figura de un gestor especializado, por cuenta y riesgo de los inversionistas, cuyo objetivo primordial es la inversión en valores, activos o instrumentos financieros de empresas promovidas. Es un fondo financiero que está obligado a redimir las participaciones de los inversionistas únicamente al final del plazo previsto para la duración del fondo de inversión* […]

De acuerdo con la propuesta de Reglamento, los fondos de capital de riesgo tienen las siguientes características:

1. Deben existir comunicaciones directas de la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI) a los inversionistas por medio de las cuales se debe informar sobre aspectos relacionados con las inversiones y la gestión del fondo de inversión, sin que esto implique asesoría de inversión.
2. Requiere autorización previa de la Sugeval para realizar oferta pública y para su inscripción en el Registro Nacional de Valores Intermediarios (RNVI).
3. Deben iniciar operaciones en un plazo máximo de 24 meses contados a partir de la fecha de recibido de la notificación del cumplimiento de requisitos finales para la inscripción.
4. Deben establecer en su prospecto el plazo máximo para la colocación del monto total de capital autorizado.
5. Está obligado a redimir las participaciones únicamente al final del plazo previsto para la duración del fondo.
6. No se tipifica como abierto o cerrado.
7. El registro de las participaciones para su negociación en un mercado secundario organizado requiere de una autorización previa.
8. Deben contar con un activo neto mínimo de tres millones de dólares de los Estados Unidos de América o su equivalente en colones costarricenses al tipo de cambio de referencia de venta del Banco Central de Costa Rica.
9. El monto mínimo de la participación es de cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América o su equivalente en colones costarricenses al tipo de cambio de referencia de venta del Banco Central de Costa Rica.
10. Podrá invertir en:
	1. Valores de oferta pública inscritos en el RNVI.
	2. Valores de contenido patrimonial (acciones) emitidos por empresas promovidas.
	3. Valores de contenido crediticio (deuda) emitidos por empresas promovidas.
	4. Activos o instrumentos financieros emitidos por empresas promovidas (podrán participar en el pasivo de las empresas promovidas mediante el otorgamiento de financiamiento o crédito directo a estas empresas).
	5. Valores extranjeros admitidos a negociación en un mercado organizado extranjero.
11. Las empresas promovidas en las que invierta el fondo podrán ubicarse en el país o en el exterior.
12. Los valores, activos e instrumentos financieros representativos de la inversión en las empresas promovidas deberán mantenerse en custodia en alguna de las entidades de custodia inscritas en el RNVI.
13. Deben respetar los siguientes límites de diversificación:
	1. Al menos el 67% de su activo total debe estar invertido en valores, activos o instrumentos financieros emitidos por empresas promovidas.
	2. Mantener inversiones como mínimo en dos empresas promovidas.
	3. Mantener inversiones en al menos una PYME.
	4. Un máximo del 30% del activo en valores emitidos por las empresas que formen parte de un mismo grupo de interés económico, distinto de los socios, directores y empleados de la sociedad administradora de fondos de inversión y de su grupo de interés económico.
14. Podrá establecer condiciones de suscripción como compromisos de inversión en plazos determinados, periodos de tiempo mínimos que el inversionista debe mantener su inversión en el fondo, derechos de suscripción preferente.
15. La estrategia de inversión debe encontrarse revelada en el prospecto.
16. Pueden endeudarse hasta un máximo del 15% de sus activos totales. Este porcentaje incluye el endeudamiento para atender necesidades transitorias de liquidez y el endeudamiento para la adquisición de los activos.
17. Las inversiones del fondo de inversión de capital de riesgo pueden contar con mejoradores crediticios otorgados por terceros.
18. Las participaciones están representadas por certificados de participación emitidos a la orden.
19. Los fondos de inversión deben calcular el precio de la participación, en cada evento de suscripción o reembolso de participaciones, como mínimo trimestralmente.
20. Para la colocación de participaciones, se debe cumplir con lo dispuesto en materia de colocación de valores para mercado primario del ROPV.
21. Las inversiones en valores de contenido patrimonial emitidos por empresas promovidas deben valorarse al menos una vez al año
22. Es un fondo exclusivamente para inversionistas profesionales (persona física o jurídica que posee la infraestructura o capacidad para reconocer, comprender y gestionar los riesgos inherentes a sus decisiones de inversión). Debe contar como mínimo con 5 inversionistas.
23. Debe contar con un gestor especializado (requisitos y funciones establecidos).
24. Cuenta con una asamblea de inversionistas que debe reunirse al menos 1 vez al año para aprobar el informe del gestor y conocer los estados financieros auditados.
25. El comité de inversión deberá tener al menos 3 miembros, de los cuales:
	1. Al menos un miembro debe ser independiente
	2. Un miembro debe ser representante de los inversionistas
26. **Generalidades sobre los fondos de capital de riesgo**
27. Fondos de capital privado (Private Equity Funds)

Son fondos mancomunados de inversión que se especializan en invertir directamente en empresas que no cotizan en bolsa o participan en la adquisición de empresas listadas, para luego desinscribirlas de los mercados bursátiles.

Una vez que han logrado sus objetivos, estos fondos venden la compañía privadamente o la inscriben en la bolsa para vender sus acciones, de manera que obtienen rentabilidad sobre su inversión.

Un subgrupo de este tipo de inversiones es el denominado Venture Capital, que básicamente se enfoca a nuevas empresas que usualmente están en el campo de la alta tecnología o modelos de negocio innovadores, como compañías de tecnología de información, redes sociales o de biotecnología.

Invertir en capital privado da a los inversionistas un universo más amplio de empresas que las que cotizan en las bolsas públicas. Permite acceder a muchas empresas en etapas tempranas y orientadas al crecimiento a través del capital privado. Las firmas o fondos de capital de riesgo invierten en estas compañías en fase inicial a cambio de la participación en sus acciones, esto con la esperanza de que sean exitosas.

Las inversiones de capital privado pueden proporcionar rendimientos atractivos que tienen una baja correlación con los principales mercados bursátiles.

Los beneficios potenciales de la inversión en capital privado incluyen[[1]](#footnote-1):

1. La propiedad privada permite una mayor influencia en la gestión y la dirección estratégica de una empresa para garantizar que se cumplan los objetivos de los inversores.
2. La naturaleza a largo plazo de la inversión ayuda a garantizar una mejor alineación de los intereses entre los inversores y la gestión, lo que resulta en mejores resultados.
3. Potencial para obtener mejores rendimientos de inversión a largo plazo a cambio de invertir en activos menos líquidos.

En relación con estos fondos es necesario advertir lo siguiente:

1. El rendimiento pasado no es una guía para el rendimiento futuro y no se puede repetir.
2. El valor de las inversiones y los ingresos de estas pueden bajar, así como subir, y los inversores pueden no recuperar los importes invertidos originalmente. Se deben considerar los riesgos cambiarios.
3. Los fondos de capital de riesgo pueden ser más volátiles que las acciones y los bonos, y puede ser más difícil cobrar la inversión a corto plazo. Los activos privados ofrecen menos liquidez que los valores cotizados en bolsa.
4. Fondos de deuda privada (Private Debt Funds)

Un fondo de deuda privada se especializa en la actividad crediticia, recauda dinero de inversores y presta ese dinero a empresas. Representa una alternativa a los préstamos bancarios y ofrece a los inversores exposición a los rendimientos más similares a los de los bonos que se obtienen de la deuda privada como clase de activo.

Un fondo de deuda privada no invierte en acciones, en cambio, proporciona y gestiona una cartera de préstamos que pueden ser de varios tamaños. Un fondo de deuda privada cuenta con equipos que tienen una sólida formación en banca comercial y un conocimiento experto del mercado amplio.

La deuda privada incluye cualquier deuda mantenida o extendida a empresas privadas. Se da de muchas formas, pero las más comunes involucran instituciones no bancarias que otorgan préstamos a empresas privadas o compran esos préstamos en el mercado secundario.

Incluyen préstamos directos, deudas en dificultades, bienes raíces, infraestructura y fondos para situaciones especiales, entre otros. Además, de devolver la suma total del préstamo en el futuro, la empresa también debe pagar los intereses por el crédito.

Los fondos de deuda privada son muy variados, por ejemplo, algunos proporcionan capital a prestatarios respaldados por patrocinadores, otros financian proyectos de desarrollo inmobiliario y algunos invierten por completo en la deuda de empresas en dificultades.

La deuda privada representa una parte sustancial de los mercados privados: entre el 10% y el 15% de los activos totales administrados. La demanda de fondos de deuda por parte de los inversores va en aumento. Dependiendo de factores como las tasas de interés, las regulaciones y el ciclo comercial, los inversores ven la deuda privada como una forma menos riesgosa de sumergirse en el capital privado o diversificar sus activos. [[2]](#footnote-2)

1. **Normativa vigente que regula la inversión de los fondos de pensiones**

La Ley de Protección al Trabajador establece en su artículo 60 los principios rectores de las inversiones bajo los cuales se regirán las entidades autorizadas y reguladas, ese artículo dispone lo siguiente:

*ARTÍCULO 60.- Principios rectores de las inversiones. 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 el 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 (Sugef).***

*La gestión de la liquidez de los fondos administrados podrá realizarse en los mercados organizados por el Banco Central de Costa Rica.*

*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.***

*Los fondos administrados podrán obtener liquidez en los mercados organizados por el Banco Central de Costa Rica.*

*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.* [Lo resaltado no es del original].

El *Reglamento de Gestión de Activos* (RGA) en el artículo 3 no establece expresamente la definición de los fondos de inversión de capital de riesgo, pero los contempla cuando define los *fondos de inversión o vehículos de propósito especial* *que invierten en acciones privadas (private equity)*.

La norma en comentario señala lo siguiente:

*Artículo 3. Definiciones*

*[…]*

***Fondos de inversión o vehículos de propósito especial que invierten en acciones privadas (private equity):*** *Fondos de capital de riesgo que invierten en empresas no listadas o en compañías que cotizan para luego desinscribirlas, con el objetivo de hacer ajustes estratégicos para que mejoren su valor.*

Por su parte, el artículo 17 del reglamento citado establece los tipos de instrumentos en que se pueden invertir los fondos de pensiones y señala que pueden ser locales o internacionales; esa norma los clasifica en tres niveles conforme a sus características, complejidad de operación y sofisticación en su gestión de riesgos.

En el inciso c) de ese artículo se establece el nivel III y dispone que las inversiones de los fondos pueden realizarse en fondos que invierten en private equity (títulos representativos de propiedad nivel III) y aclara que la entidad regulada debe tener en cuenta el plazo máximo del fondo y los periodos de inversión y desinversión, así como la posibilidad de redenciones anticipadas.

Además, se indica que para los fondos que invierten en acciones privadas (private equity), sus participaciones deben ser adquiridas con firmas estructuradoras (conocidas en inglés como general partner) con al menos diez años de experiencia en el mercado internacional y que tengan un récord de empresas adquiridas exitosamente. Asimismo, podrán invertir en fondos que invierten en acciones privadas (private equity) en el mercado local que cumplan lo establecido en las normas emitidas por el CONASSIF.

La norma en comentario señala expresamente:

***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*.

*[…]*

***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).*

*La entidad regulada debe tener en cuenta el plazo máximo del fondo y los periodos de inversión y desinversión, así como, la posibilidad de redenciones anticipadas.*

*Para los fondos que invierten en acciones privadas (private equity), sus participaciones deben ser adquiridas con firmas estructuradoras (conocidas en inglés como General Partner) con al menos diez años de experiencia en el mercado internacional y que tengan un récord de empresas adquiridas exitosamente. Asimismo, podrán invertir en fondos que invierten en acciones privadas (private equity) en el mercado local que cumplan lo establecido en las normas emitidas por el CONASSIF.*

El artículo 68 del reglamento define como límite máximo hasta un 5% en instrumentos representativos de propiedad de nivel III.

La norma citada dispone lo siguiente:

***Artículo 68. Límites por tipo de instrumento***

*Los fondos deben cumplir con los siguientes límites máximos:*

*…*

*Títulos representativos de propiedad:*

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

*ii. Hasta un 10% en instrumentos de nivel II.*

*iii. Hasta un 5% en instrumentos de nivel III*.

1. **Análisis de fondo**

De la lectura de las normas del *Reglamento de Gestión de Activos* (RGA) y la propuesta del *Reglamento sobre fondos de inversión de capital de riesgo*, se desprende que la normativa vigente de Supen solo autoriza a los fondos de pensiones la inversión en fondos de capital de riesgo cuando se trate de fondos que invierten en *valores de contenido patrimonial (acciones) emitidos por empresas promovidas*. El RGA actualmente no contempla la inversión en *valores de contenido crediticio (deuda), convertibles o no en acciones, emitidos por empresas promovidas* ni en *activos o instrumentos financieros emitidos por empresas promovidas. Los fondos de inversión de capital de riesgo podrán participar en el pasivo de las empresas promovidas mediante el otorgamiento de financiamiento o crédito directo a estas empresas*.

En vista de lo anterior, para que a los fondos de pensiones se les autorice a invertir en fondos de capital de riesgo en los términos definidos en el *Reglamento sobre la inversión de capital de riesgo* es necesario armonizar las normas contenidas en el RGA. En ese sentido, se propone reformar el RGA para permitir que los fondos de pensiones puedan invertir también en valores de contenido crediticio (deuda), convertibles o no en acciones, emitidos por empresas promovidas y en activos o instrumentos financieros emitidos por empresas promovidas. Los fondos de inversión de capital de riesgo podrán participar en el pasivo de las empresas promovidas mediante el otorgamiento de financiamiento o crédito directo a estas empresas como se establece en el artículo 20 de la propuesta del *Reglamento sobre fondos de inversión de capital de riesgo*.

La División de Planificación y Normativa recomienda que por el nivel de riesgo y la complejidad de los fondos de capital de riesgo se autorice su inversión, siempre y cuando se mantengan dentro de los límites de inversión de los instrumentos representativos de propiedad de nivel III, tal y como está dispuesto en el artículo 68 del RGA.

Por otra parte, debido a los compromisos asumidos por Costa Rica en materia de comercio transfronterizo de productos y servicios financieros, no se puede hacer distinción entre instrumentos locales e internacionales, por lo que se propone modificar la redacción del RGA para que indique que los fondos de pensión pueden invertir en fondos de capital de riesgo locales e internacionales.

Es importante aclarar que, considerando que el citado *Reglamento sobre fondos de inversión de capital de riesgo* se encuentra en el trámite de consulta pública, la reforma al RGA está planteada de tal manera que se permita a los fondos de pensiones invertir en fondos que invierten en capital de riesgo, que cumplan lo establecido en las normas emitidas por el Conassif.

Conviene agregar que es responsabilidad de la entidad regulada definir la asignación estratégica de activos y la debida diligencia para la toma de decisiones, además de la valoración de la complejidad y riesgo de los instrumentos disponibles en los mercados financieros en línea con los principios relativos al manejo de las inversiones definidos en el artículo 7 del RGA y en línea el *Título II. Gobierno de las Inversiones*.

Por su parte, el Título II de este Reglamento también establece que la entidad regulada debe definir la asignación estratégica de activos, la cual debe incluir los tipos de inversión que permitan el logro de los objetivos estratégicos, y estar acorde con el apetito de riesgo y la diversificación.

1. **Conclusión**

Cabe advertir que este criterio confronta únicamente los principios establecidos por el legislador en materia de inversiones, no hace una revisión de los riesgos que tiene este tipo de inversiones.

En consecuencia, es criterio de esta División de Asesoría Jurídica que la propuesta de modificación al RGA en las condiciones expuestas se ajusta a los principios establecidos en el numeral 60 de la Ley de Protección al Trabajador, dado que de acuerdo con la normativa propuesta en este caso se debe cumplir con lo establecido en las normas emitidas por el Conassif.



Elaborado por: Jenory Diaz Molina

Coordinadora



Aprobado por: Nelly Vargas Hernández

Directora

**División Asesoría Jurídica**

1. ídem [↑](#footnote-ref-1)
2. De acuerdo con <https://pitchbook.com/blog/what-is-private-debt> [↑](#footnote-ref-2)