



SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES

INFORME PARA LA DEFENSORÍA DE LOS HABITANTES

**Atención de la recomendación 3 contenida en el
oficio 11047-2022-DHR - [AE].**

Enero 2023

Contenido

Abreviaturas.....	3
I. Objetivo	4
II. Alcances de la responsabilidad de las operadoras de pensiones	5
III. Minusvalías en los fondos de pensiones complementarias	12
IV. Causas de las minusvalías (previsibilidad – características).....	13
V. Efecto de la crisis del 2022 en la rentabilidad de los fondos de pensiones.....	21
VI. Análisis de las actuaciones de las operadoras antes y durante la crisis.....	25
VII. Conclusiones	32
VIII. Responsables del informe	35
ANEXO I	36

Abreviaturas

LPT:	Ley de Protección al Trabajador
ROP:	Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias
FCL:	Fondo de Capitalización Laboral
CONASSIF:	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
SUPEN:	Superintendencia de Pensiones
RIF:	Reglamento de Información Financiera emitido por el CONASSIF
NIIF 9:	Norma Internacional de Información Financiera 9 <i>Instrumentos Financieros</i>
MSBR:	Modelo de Supervisión Basado en Riesgos
MSER:	Marco de Supervisión y Evaluación de Riesgos
ETF:	<i>Exchange Traded Funds</i> (Fondos cotizados en bolsa)
OCDE:	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
IOPS:	Organización Internacional de Supervisores de Pensiones
AIOS:	Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones
OSFI:	Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá
OPC:	Operadora de Pensiones Complementarias

Informe a la Defensoría de los Habitantes

Atención de la recomendación 3 contenida en el oficio 11047-2022-DHR - [AE]

I. Objetivo

Por medio del oficio 11047-2022-DHR - [AE] la Defensoría de los Habitantes solicitó a esta Superintendencia:

3. Efectuar de manera inmediata una investigación preliminar sobre las causas y razones de las minusvalías de los rendimientos en las OPC, a efecto de determinar una eventual responsabilidad por actos dolosos o culposos de parte de las OPC.

Por medio de correo electrónico remitido el 16 de noviembre 2022, esta Superintendencia planteó una solicitud para que esta Defensoría aclarara el alcance de esta recomendación, como sigue:

Este órgano de supervisión se refiere al oficio N° 11047-2022-DHR, por medio del cual se recomienda a la Supen:

3. Efectuar de manera inmediata una investigación preliminar sobre las causas y razones de las minusvalías de los rendimientos en las OPC, a efecto de determinar una eventual responsabilidad por actos dolosos o culposos de parte de las OPC.

Al respecto, y tal y como se explicó en la reunión sostenida el día de hoy, este órgano entiende que la investigación preliminar se encuentra orientada a recabar elementos de juicio que permitan efectuar una intimación clara, precisa y circunstanciada en caso de abrirse el correspondiente procedimiento administrativo sancionador; partiendo de lo anterior, y considerando que este órgano ha sido enfático al señalar que los rendimientos negativos que se han venido observando en los fondos de pensión administrados por las operadoras de pensiones se originan en condiciones de mercado que se están dando en forma generalizada en los diferentes países, no solo en Costa Rica, nos permitidos solicitar una aclaración acerca del alcance de la recomendación 3 del oficio de cita.

En particular, le agradecemos nos confirme si esta recomendación podría ser atendida por medio de un informe en el que se detallen las acciones desarrolladas y los resultados obtenidos como parte del proceso de supervisión que de manera continua realiza la Supen sobre la inversión de los recursos de los afiliados y pensionados que llevan a cabo las operadoras de pensiones. En este informe se haría referencia, de manera agregada, no solo a aspectos relacionados con el cumplimiento normativo, sino, además, a los procesos que han seguido estas entidades para tomar sus decisiones de inversión. Se aclara que la información que se suministre por este medio deberá respetar la prohibición de divulgación prevista en el artículo 166 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Mediante correo recibido el 17 de noviembre, el señor Geovanny Barboza R., director de la Dirección de Estudios Económicos y Desarrollo, señaló lo siguiente:

Con relación a lo planteado en la recomendación 3 donde nos solicita aclarar acerca de: 'si esta recomendación podría ser atendida por medio de un informe en el que se detallen las acciones desarrolladas y los resultados obtenidos como parte del proceso de supervisión que de manera continua realiza la Supen sobre la inversión de los recursos de los afiliados y pensionados que llevan a cabo las operadoras de pensiones.'

Me permito indicar que la finalidad de la recomendación N°3, concerniente a la realización de una investigación preliminar, no refiere a la finalidad sancionatoria, toda vez que los artículos 40 y 41 de la Ley de Protección al Trabajador analizados en el informe final con recomendaciones a folios 14 y 15, es claro en señalar que la competencia para declarar eventuales actos dolosos o culposos el legislador se la otorgó a la vía judicial y no a la vía administrativa. En ese sentido, el espíritu de la recomendación es que la SUPEN, mediante una investigación, estudio o diagnóstico, llegue a determinar eventuales incumplimientos que pudieran conllevar a que existió negligencia o responsabilidad de las OPC que derivaron en las minusvalías en los rendimientos, lo anterior en su condición de ente rector en la materia.

En vista de lo anterior, por medio del oficio SP-1555-2022 de 7 de diciembre se informó que para atender esta recomendación este órgano "... preparará un informe tomando como referencia los insumos generados por la supervisión que permanente realiza este órgano, cuyo objetivo será determinar si se cuenta con elementos suficientes que permitan valorar si ha existido alguna actuación por parte de las operadoras de pensiones que pudiera estar provocando las minusvalías contables que han venido sufriendo los fondos de pensiones".

El presente informe se elabora de acuerdo con lo indicado en el SP-1555-2022 y comprende, de manera agregada¹, los aspectos relacionados con el cumplimiento normativo, así como los procesos que han seguido estas entidades para la toma de decisiones de inversión para los fondos administrados, particularmente el Régimen Obligatorio de Pensiones (ROP), todo en relación con las minusvalías contables que se presentaron durante el 2022.

II. Alcances de la responsabilidad de las operadoras de pensiones

De previo a iniciar el análisis solicitado por la Defensoría, resulta necesario determinar cuáles son los alcances que, según la Ley de Protección al Trabajador (LPT), tiene la responsabilidad que puede exigirse a las operadoras de pensiones complementarias (OPC).

Este tema se encuentra regulado en los artículos 40 y 41 de dicha Ley, que en lo que interesa disponen:

¹ La información contenida en este informe se plantea de manera agregada, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 166 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y en el párrafo final del artículo 33 de la Ley de Régimen Privado de Pensiones Complementarias.

*ARTÍCULO 40.- Responsabilidad. Las operadoras y las organizaciones sociales autorizadas responderán solidariamente por los daños y perjuicios patrimoniales causados a los afiliados **por actos dolosos o culposos de los miembros de su Junta Directiva, gerentes, empleados** y agentes promotores. [...] [Lo resaltado no es del original]*

*ARTÍCULO 41.- Responsabilidad de las operadoras sobre el total de los aportes hechos por los trabajadores y cotizantes. Las operadoras de pensiones serán responsables, **solidariamente**, por las pérdidas que puedan sufrir las aportaciones y los rendimientos de los trabajadores cotizantes al Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, derivadas **de actos dolosos o culposos de sus funcionarios y empleados**, declarados así en la vía judicial. En estos casos, las operadoras responderán con su patrimonio, sin perjuicio de las acciones administrativas o penales que puedan haber por estos hechos. En todo caso, las operadoras deben responder por la integridad de los aportes de los trabajadores y cotizantes con su patrimonio y si este resulta insuficiente para cubrir el perjuicio, una vez agotadas todas las instancias establecidas por ley, el Estado realizará la compensación faltante de tales aportes y procederá a liquidar la operadora, sin perjuicio de posteriores acciones penales y administrativas. [Lo resaltado no es del original]*

En relación con esas normas, y atendiendo una consulta formulada por esta Superintendencia, en el dictamen C-202-2000 la Procuraduría General de la República señaló lo siguiente:

- 1. Tanto el artículo 40 como el 41 de la Ley se refieren a una responsabilidad solidaria. Sin embargo, **si en su accionar como persona jurídica la operadora causa lesión a los afiliados a cotizantes es responsable directa de los daños que origine. En efecto, en el tanto en que exista una relación de causalidad entre la lesión y la actuación de la operadora, su responsabilidad será directa** y se regirá por lo que disponen los artículos 1045 y 1048 del Código Civil.*
- 2. La responsabilidad solidaria de la operadora no excluye la responsabilidad principal y directa del autor del daño, ya sea éste directivo, gerente o que ocupe otro puesto dentro de la operadora.*
- 3. La operadora responde con su patrimonio propio tanto por los aportes como por los rendimientos de cotizantes y afiliados. [Lo resaltado no es del original].*

Esta posición fue confirmada en el dictamen C-180-2003 como sigue:

*Adicionalmente, **cabe recordar que una lesión patrimonial en perjuicio de los trabajadores puede ser consecuencia de una incorrecta apreciación de las condiciones en orden a la inversión. No puede olvidarse que las operadoras responden por "aportaciones y rendimientos"**. En apoyo a lo anterior debe tomarse en cuenta el régimen de responsabilidad que se le aplica a las operadoras. Para ese régimen no tiene incidencia alguna la naturaleza pública de la Operadora. **La Operadora debe sujetarse a los requisitos que se establezcan por parte de la Superintendencia**, lo cual se justifica*

no sólo por la necesidad de mantener la estabilidad y solvencia de las operadoras y del sistema financiero sino ante todo en resguardo de los intereses de los trabajadores, puesto que es de sus ahorros para la vejez de lo que se trata. Protección que resulta indispensable en virtud de los montos que las operadoras administran y de la exclusividad de las facultades que se le atribuyen. [...] En ese sentido, procede señalar que la Ley contempla, en su artículo 40, el principio de responsabilidad de la Operadora:

[...]

A lo que se agrega el artículo 41:

[...]

El principio es la responsabilidad solidaria de las operadoras por los daños y perjuicios patrimoniales causados a los afiliados. La responsabilidad deriva de actos dolosos o culposos de los miembros directivos, gerentes, empleados y agentes promotores. Esa responsabilidad es plena: las operadoras siempre tendrían que responder por los actos culposos y dañosos de dichas personas físicas o jurídicas. Pero, además, la Procuraduría ha considerado (dictamen N° 202-2000 de cita) que en la medida en que el funcionamiento de la operadora cause daños, está obligada a repararlos en virtud del artículo 1045 del Código Civil. [Lo resaltado no es del original].

De esta forma, la responsabilidad que puede exigirse a las operadoras de pensiones es una responsabilidad subjetiva que procede siempre y cuando, además de demostrar la existencia de un daño patrimonial, se demuestre que el daño se produjo como consecuencia (nexo de causalidad) de una acción u omisión de la entidad o de sus funcionarios o empleados en la que ha mediado dolo (entendido como la deliberada voluntad de dañar) o culpa (entendida como negligencia, imprudencia, impericia o falta).

Ahora bien, por ser necesario para determinar si puede exigirse responsabilidad a las operadoras de pensiones por las minusvalías contables que sufrieron los fondos de pensiones durante el 2022, conviene ahondar en este informe en los conceptos de culpa y de nexo de causalidad.

En cuanto a la culpa, en el ámbito profesional de las operadoras de pensiones esta se encuentra estrechamente relacionada no solo con las obligaciones que tienen estos gestores en su condición de sociedades anónimas, sujetas a la legislación comercial, que requiere de conductas diligentes y profesionales en la conducción de los negocios (es decir, un comerciante ordenado y responsable en cuanto a sus obligaciones societarias y de negocios); por tratarse, además, de entidades administradoras de fondos de pensiones, están sujetas también a obligaciones que derivan de una regulación sectorial más demandante.

La regulación sectorial es propia del negocio financiero que realizan las operadoras de pensiones, las cuales están sometidas a una fiscalización más fuerte por la incidencia de sus actuaciones en el ahorro del público y la economía en general del país. En consecuencia, la diligencia que se espera del comerciante es acentuada en las regulaciones de las leyes del sector financiero, particularmente en el sector de los fondos de pensiones, donde el fin social y el volumen de recursos que administran los sujeta a una regulación específica y amplia en

materia de registros, información-publicidad, contabilidad y administración. Tales requerimientos se plasman en general en toda la Ley de Protección al Trabajador y de forma particular en los numerales 42, 43, 48, 53, 55 y 56. Las obligaciones ahí contenidas, demandan una gestión especializada y profesional con un deber de cuidado muy superior al que se requiere en el Código de Comercio para el comerciante llano, lo que se espera de este gestor de fondos es más de lo que se requiere del comerciante promedio porque sus actuaciones están sujetas a la supervisión de un órgano con facultades también mayores respecto a otros sujetos del derecho privado.

La esencia misma del administrador de fondos de pensiones es la inversión de recursos de terceros bajo un marco normativo específico que parte de una premisa fundamental: se reciben los aportes para ser **acreditados** de forma inmediata e **invertidos** de forma colectiva en los mercados autorizados.

En este sentido, señala Zunzunegui²:

El gestor asume una obligación de medios, quedando obligado a mantener un comportamiento adecuado y diligente, propio de un comerciante leal. No asume una obligación de resultados. Por tanto, no garantiza un rendimiento de las inversiones realizadas. No cabe sin más responsabilizar al gestor por el resultado negativo de la gestión realizada (STSJ Navarra 20-II-1997). El carácter pretendidamente aleatorio de la operación de mercado no permite hacer recaer sobre la entidad gestora un resultado que asegure la ganancia del titular. Se trata de un profesional cualificado que responde de la obligación de medios. Pero que no responda del resultado no quiere decir que no deba mantener un comportamiento adecuado. Debe observar la diligencia de un ordenado comerciante. (STS 11-VII-1998). El gestor incumple la obligación de medios cuando un resultado significativamente peor que el de otros gestores que han operado en el mercado durante el mismo período. [...] En este sentido debe comportarse con diligencia, cuidar el interés del cliente, asegurándose de que dispone de toda la información necesaria. Asume la obligación de informar de las variaciones del mercado que puedan afectar considerablemente a la cartera gestionada (STS 11-VII-1998). [Lo resaltado no es del original].

En este punto hay que detenerse para explicar que la Ley de Protección al Trabajador establece la obligación para las OPC de realizar una gestión del portafolio, al decir en los artículos 55 y 56 lo siguiente:

Artículo 55.- Administración del fondo. La administración de los fondos estará a cargo de los entes autorizados respectivos; quedará prohibida la administración por

² Zunzunegui, Fernando, Derecho del mercado financiero, Segunda edición, Marcial Pons, 2000, Pág. 703 y 704.

medio de otra entidad, salvo en los casos excepcionales que la Superintendencia pueda permitir transitoriamente en interés de los afiliados.

Artículo 56- Destino de los recursos de los afiliados. Los recursos podrán destinarse solamente a los siguientes propósitos:

*a. **La adquisición de valores** en favor del mismo fondo, de conformidad con las inversiones autorizadas según esta ley.*

[...]

*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. Las inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS se regirán 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. [Lo resaltado no es del original].*

Así las cosas, la gestión del portafolio deviene en una obligación que por su misma naturaleza conlleva un riesgo permitido, que es el riesgo propio de las inversiones en los mercados autorizados, en los cuales no se garantizan rendimientos positivos para ningún inversionista. Lo cual implica que la obligación del gestor es una **obligación de medios**, no de resultados, sin embargo, esta afirmación no debe llevar a confusión, porque precisamente por esa característica, la diligencia del gestor debe ser mayor y recae en los actos previos y paralelos a esa decisión de inversión.

La valoración que hace el supervisor de esta diligencia pasa por el cumplimiento de ese marco normativo y del cuidado y esmero puesto en ello, particularmente en los procesos de toma de decisiones. Lo anterior, en el entendido de que este proceso conlleva riesgos permitidos por el legislador al crear un régimen de capitalización individual que invierte grandes volúmenes de recursos en los mercados locales e internacionales autorizados por la Ley de Protección al Trabajador. Respecto a estos riesgos permitidos señala Nieto³:

El riesgo permitido está determinado en una norma y no depende de la acción realizada concreta, sino de las circunstancias previas que rodean la puesta en marcha de tal actividad. Por decisión de la norma, es riesgo permitido el que se produce con observancia del reglamento y autorización previa. El riesgo no es, por tanto, un elemento de la acción, sino de la política normativa. Y por ello mismo sería correcto decir que el riesgo real no desempeña un papel en la calificación de la infracción; pero podría añadir que el tipo de la infracción es una consecuencia directa de la valoración que del riesgo ha hecho la norma. Por ello, si no hay infracciones de riesgo propiamente dichas (salvo

³ Nieto, Alejandro, Derecho Administrativo Sancionador, Segunda edición, Tecnos, 2000, Pág. 352.

que la norma las haya calificado así), el tipo de la infracción es una consecuencia del riesgo previsto y asumido o no asumido.

*A la vista ha de saltar la trascendencia que todo lo dicho tiene para la culpabilidad. **El factor de la voluntariedad o de la intencionalidad no opera con frecuencia en el ámbito de la acción, sino de los preparativos y condicionamiento de la actividad.** La culpabilidad no reside en el contenido de la acción, sino en el hecho de no estar legalizada (autorizada) independientemente de lo que se haya hecho realmente. La ausencia de riesgo real concreto no elimina la culpabilidad de la acción realizada sin licencia. [Lo resaltado no es del original].*

Puede decirse entonces que, con respecto a la gestión de las operadoras de pensiones existe un deber de cuidado amparado en las normas y también en las buenas prácticas que están implícitas en una actividad que es detallada y minuciosa en los registros, la contabilidad, la cuenta individual y las inversiones. A lo cual se debe agregar que también demanda procedimientos y políticas mitigadoras de riesgos de todo tipo y que también son supervisados según lo determine el plan anual de supervisión de esta Superintendencia. Al respecto, la Sala Primera mediante resolución 34-2011 ha considerado lo siguiente:

*De lo anterior se infiere que el artículo 157 inciso 29) de la Ley de Mercado de Valores, establece una prohibición que encuentra una clara definición en el artículo 108 de la misma ley, en el tanto establece parámetros ciertos para determinar si la conducta es negligente o descuidada, concepto que si bien es de contenido variable, en este caso se puede determinar su alcance de acuerdo con las directrices que ha dado el cliente, o conforme a los usos y costumbres mercantiles. Aún dentro del derecho sancionador por excelencia como el derecho penal, se admite que en las modalidades delictivas culposas, el contenido de un concepto como el deber de cuidado y la diligencia, se infiere de normas legales, reglamentarias, **así como de las reglas básicas que rigen la buena práctica profesional**⁴, de tal forma que aunque no es posible que el tipo culposo defina los conceptos supra mencionados, su contenido debe tener siempre un sustento normativo o debe inferirse de los principios fundamentales que rigen el quehacer profesional [...] [Lo resaltado no es del original].*

Lo indicado por la Sala Primera es también aplicable a las OPC, por sus grandes similitudes con los participantes del mercado de valores, los cuales también forman parte de un sector ampliamente regulado que administra recursos del público.

En cuanto al nexo causal, en la sentencia 584-2005, la Sala Primera señala que:

... en la producción del daño, suelen concurrir con frecuencia múltiples factores, dentro de los cuales es preciso determinar aquellos que directa o indirectamente son causa eficiente y adecuada del mal causado. En esa confluencia de elementos fácticos o

⁴ En lo que se refiere a la gestión que realizan las OPC esto se detalla en el punto 1 de la sección VI de este informe.

*jurídicos que rodean la situación dañosa, habrá necesidad de establecer [Sic] Se trata de una especie de **análisis objetivo, a través de la cual se pueda afirmar que con tal acción u omisión es lógico o probable que se produzca el daño específico** [...] [Lo resaltado no es del original].*

En igual sentido, en la resolución 01335-2016 agrega:

*[...] En cuanto a la causalidad, es menester indicar que se trata de una valoración casuística realizada por el juzgador en la cual, con base en los hechos, determina la existencia de relación entre el daño reclamado y la conducta desplegada por el agente económico. Si bien existen diversas teorías sobre la materia, la que se ha considerado más acorde con **el régimen costarricense es la de causalidad adecuada, según la cual existe una vinculación entre daño y conducta cuando el primero se origine, si no necesariamente, al menos con una alta probabilidad según las circunstancias específicas que incidan en la materia, de la segunda** (en este sentido, pueden verse, entre otras, las resoluciones 467-F-2008 de las 14 horas 25 minutos del 4 de julio de 20085, o la 1008-F-2006 de las 9 horas 30 minutos del 21 de diciembre de 2006). [...] [Lo resaltado no es del original].*

De esta forma, para determinar una posible responsabilidad por parte de las operadoras de pensiones, se requiere entonces que exista una vinculación adecuada entre daño y conducta, de tal forma que el primero se origine en la segunda al menos con una alta probabilidad, y según las circunstancias específicas que incidan en la materia.

En el caso de las actuaciones de las operadoras de pensiones, como administradoras de recursos de afiliados y pensionados, el resultado de esa gestión puede producir rendimientos positivos y también pueden ocurrir minusvalías que se reflejan en las cuentas individuales. En este último caso, el análisis recae sobre ese vínculo entre la acción u omisión de la OPC y esa minusvalía, en otras palabras, la pregunta que se debe plantear es ¿sin esa acción u omisión el resultado no se habría producido o habría sido otro? Este análisis es necesariamente casuístico y subjetivo, además, no podría afirmarse que la existencia de una minusvalía implica per se una responsabilidad objetiva, dado que para ello se debe determinar la existencia de los elementos calificativos de la conducta: dolo o culpa para hacer recaer cualquier tipo de responsabilidad sobre estas entidades. Cabe destacar que, en la inversión tanto de fondos de pensiones como de cualquier tipo, en un mismo período (días, semanas o meses) puede haber plusvalías y minusvalías sin que esto implique algo irregular, ya que ese es el comportamiento propio de los mercados financieros (este aspecto será desarrollado más adelante).

En relación con esto, por existir grandes semejanzas entre la regulación sobre la responsabilidad de los puestos de bolsa y las administradoras de fondos de pensiones, se trae a colación la resolución 002578-F-S1-2020 en la cual la Sala Primera afirmó lo siguiente:

...el régimen de responsabilidad en materia bursátil, escapa a los parámetros objetivos que sustentan la responsabilidad que deriva de la Ley 7472, toda vez que del párrafo segundo del mandato 59 de la LMV, se extrae que: “(...) Los puestos de bolsa serán igualmente responsables por las actuaciones dolosas o culposas, de sus funcionarios, empleados o agentes de bolsa, durante el ejercicio de sus funciones o con ocasión de él, cuando sus actuaciones sean contrarias al ordenamiento jurídico o las normas de la sana administración y perjudiquen a la respectiva bolsa o a terceros”. Es decir, que si bien en el régimen bursátil existe un deber insoslayable de brindar información completa, adecuada y veraz a los inversionistas, -tanto como ocurre en las relaciones entre agentes económicos y consumidores-, lo cual a su vez acarrea la carga de la prueba para quien tenga el deber de informar, el régimen de responsabilidad dispuesto para las negociaciones bursátiles no implica la existencia de responsabilidad objetiva, toda vez que, acorde al canon 59 ibidem, esta deriva de actuaciones dolosas o culposas, propias de la responsabilidad subjetiva.

Tomando como base lo hasta aquí expuesto, y de manera preliminar, es posible afirmar que a partir del ejercicio de la supervisión que ha llevado a cabo este órgano durante los últimos dos años, según el modelo de supervisión que más adelante se describe y tomando como base la información suministrada por las operadoras de pensiones, no se cuenta con evidencia de actuaciones u omisiones relacionadas con el proceso de inversión de los recursos de los afiliados y pensionados, que puedan ser calificadas como dolosas o culposas y que hayan provocado las minusvalías contables o los rendimientos negativos que se han observado durante el 2022. Esta conclusión se explica en los siguientes apartados.

Conviene agregar además que, si bien como producto de la supervisión se han identificado aspectos de la gestión de inversiones y sus riesgos que pueden ser fortalecidos, los cuales han sido informados a las entidades, a la fecha del presente informe esta Superintendencia no ha determinado la existencia de un nexo de causalidad entre estos aspectos y las minusvalías contables registradas durante el 2022.

III. Minusvalías en los fondos de pensiones complementarias

Durante los últimos meses de 2021 y principalmente en la mayor parte de 2022, los portafolios de los fondos administrados por las OPC han presentado caídas en su valor, lo cual ha generado minusvalías contables o “rendimientos negativos” que se han visto reflejados en los estados de cuenta que reciben los afiliados y pensionados. Lo anterior ha provocado consultas y denuncias de los afiliados y pensionados ante las OPC, SUPEN y la Defensoría de los Habitantes, entre otros. Dado que los impactos más relevantes de esta crisis se manifestaron en el 2022, para efectos de este informe se hará énfasis en este año.

Tal como se indicó, la LPT asigna a las OPC la responsabilidad de invertir los recursos de los afiliados y pensionados, para este fin dichas entidades adquieren instrumentos financieros, en mercados autorizados tanto en el local como en el internacional, los cuales tienen un valor de mercado que puede aumentar o disminuir en el tiempo en función de variables como las tasas de interés, el precio de los instrumentos de inversión (bonos, acciones, fondos mutuos, ETF, etc.) y el comportamiento del tipo de cambio

Las OPC registran diariamente el precio de mercado para la mayor parte de las inversiones del fondo administrado; si este valor aumenta se generan plusvalías contables (rendimientos positivos) y si disminuye, se registran minusvalías contables (rendimientos negativos).

Esta metodología de registro contable que se conoce como “valoración a precios de mercado”, obedece a las mejores prácticas internacionales contenidas en la NIIF 9 de *Instrumentos Financieros*⁵. Debido a las obligaciones de información que tienen los administradores para con los afiliados y pensionados, esta metodología busca dar información transparente y oportuna al afiliado y pensionado sobre el desempeño que está teniendo el portafolio de inversiones en el que se invierten sus recursos, de modo que le sea útil para su toma de decisiones. Asimismo, esa información refleja el valor del portafolio en cada momento del tiempo, según las metodologías de valoración permitidas en la regulación. Esta forma de registro la han aplicado todas las OPC desde 2002, cumpliendo con la regulación y las buenas prácticas de negocio.

IV. Causas de las minusvalías (previsibilidad – características)

La supervisión que realiza la Superintendencia de Pensiones (Supen) debe necesariamente considerar el contexto dentro del cual se ejecuta, es decir, las circunstancias de tiempo y lugar en las cuales se desarrolla. Por ello, es necesario hacer un recuento de los principales eventos que han generado minusvalías contables en los fondos de pensiones, causados tanto por el comportamiento de los mercados internacionales y el nacional.

Mercados internacionales

A finales de 2021 y durante gran parte del 2022, los mercados financieros estuvieron expuestos a situaciones de inestabilidad derivadas de los efectos conjuntos de la pandemia del Covid-19, factores geopolíticos (guerra entre Rusia y Ucrania), problemas de abastecimiento en la cadena de suministros (crisis de contenedores, etc.), encarecimiento de los precios del crudo y de varias materias primas, entre otros, que han llevado a ajustes económicos que se han visto reflejados en la volatilidad de los mercados financieros.

La combinación de los factores mencionados generó una crisis cuyo momento de ocurrencia, impacto, intensidad y duración no era factible prever, tal y como lo han manifestado diversos

⁵ El registro de la valoración a precios de mercado está dispuesto en el *Reglamento de Información Financiera (RIF)* emitido por el CONASSIF, conforme el modelo de negocio aprobado para cada fondo administrado.

expertos internacionales (ver artículos incluidos al final del apartado IV de este informe). Incluso, sus efectos y su finalización aún a la fecha de este informe resultan inciertos.

La atención de la crisis de la pandemia por el COVID 19 llevó a implementar políticas monetarias expansivas⁶ en la mayoría de los países que generaron presiones inflacionarias posteriores y para contrarrestarlas, la mayoría de los países ejecutaron fuertes ajustes al alza en las tasas de interés, los cuales se mantuvieron durante el 2022. Por ejemplo, en el gráfico No. 1 se puede observar el significativo incremento que experimentó la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos durante el 2022, ubicándose actualmente en 4.50%.

Gráfico 1: Comportamiento tasa de interés Reserva Federal Estados Unido



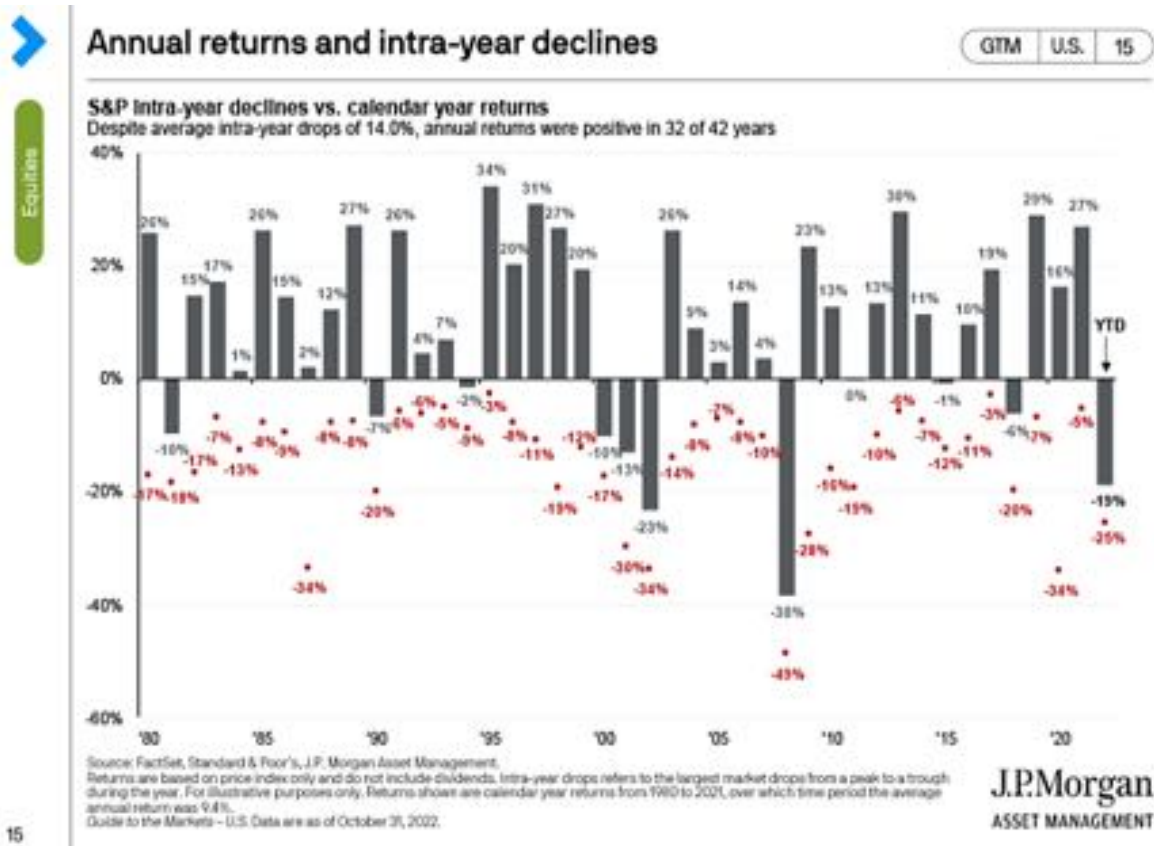
Fuente: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/usa>

En lo referente al mercado accionario internacional, en el gráfico No. 2 se muestran las caídas que durante el 2022 tuvo el índice S&P 500. Conviene agregar que estas se mantienen dentro del rango histórico, siendo las de la crisis del 2008 aún más fuertes.

Si bien por su naturaleza la rentabilidad de las acciones resulta variable, en el largo plazo se mantiene superior a la rentabilidad de los bonos, por estar vinculada al crecimiento de las empresas más dinámicas.

⁶ Se refiere a las medidas para aumentar la oferta de dinero en circulación en una economía.

Gráfico 2: Evolución índice S&P

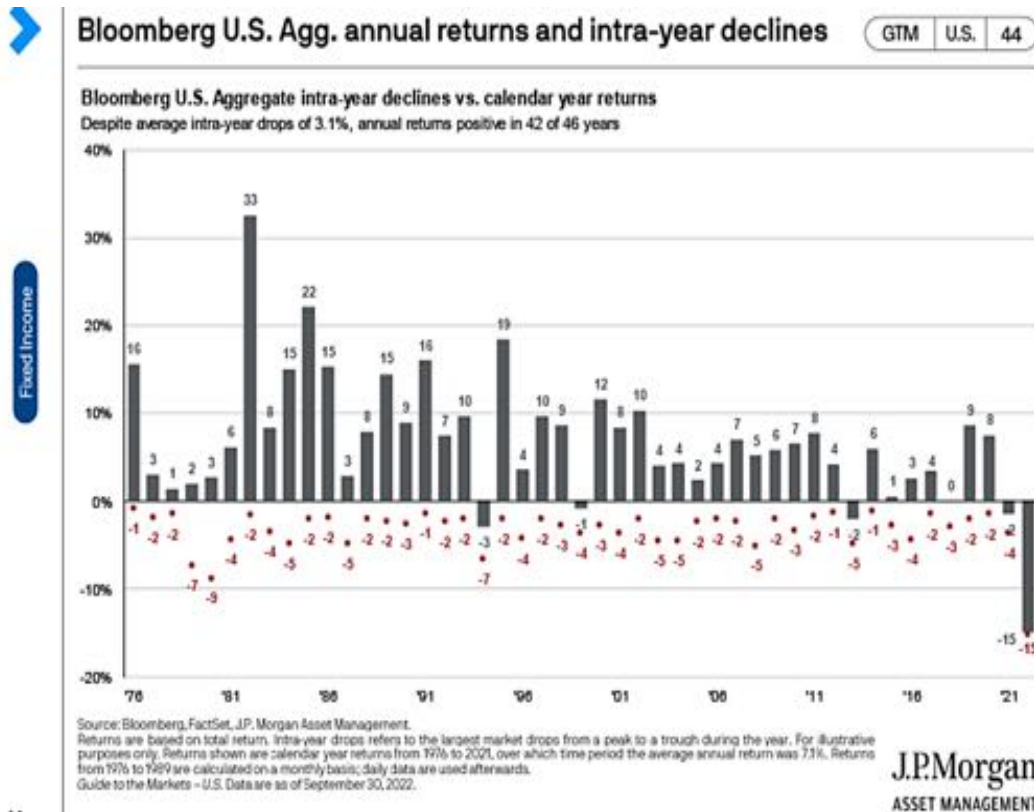


Fuente: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/>

En cuanto al rendimiento de los bonos en los mercados internacionales, en el 2022 se presentó una condición no vista en los últimos 46 años, según se puede evidenciar en el siguiente gráfico, basado en el índice *Bloomberg U.S. Aggregate*⁷, en el cual se destaca la significativa caída presentada en la rentabilidad de los bonos durante el presente año, la cual supera cualquier otra en los últimos 46 años de este índice, lo cual hace que sea una condición única para el periodo analizado en este gráfico No. 3:

⁷ El índice de bonos agregados de Bloomberg o "el Agg" es un [índice](#) de renta fija de base amplia utilizado por los comerciantes de bonos y los administradores de fondos mutuos y fondos cotizados (ETF) como punto de referencia para medir su rendimiento relativo. El índice está compuesto por bonos gubernamentales y corporativos con grado de inversión (investopedia.com)

Gráfico 3: Comportamiento del Bloomberg U.S. Aggregate



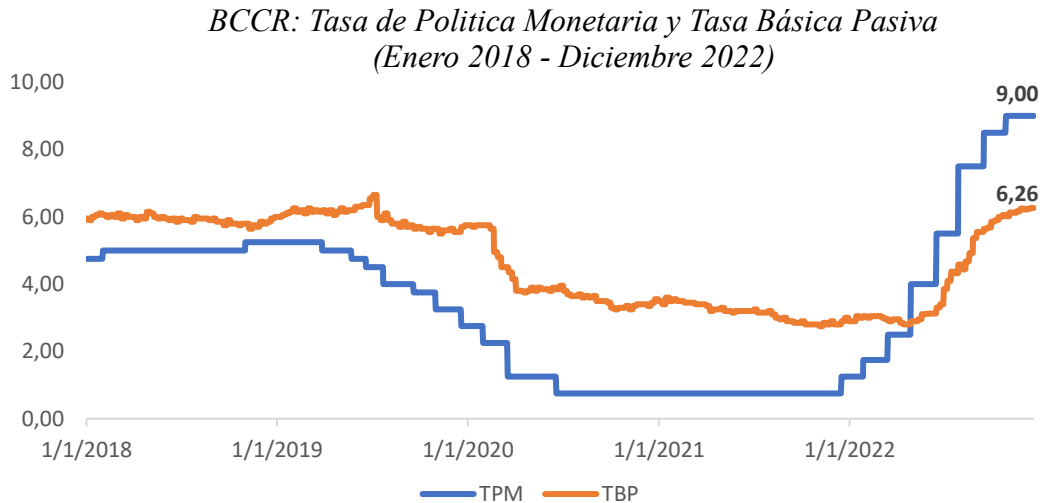
Fuente: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/>

La concurrencia de la caída de la rentabilidad de las acciones junto con la de los bonos es lo que hace que la crisis del 2022 sea un fenómeno que no tiene comparación con ninguno otro de los que se han presentado en las últimas décadas. Esta condición también hace que las características e intensidad de esta crisis resultaran imprevisibles de cara a la experiencia observada.

Mercado financiero local

A nivel nacional la historia no ha sido diferente, dado que, para reducir los efectos inflacionarios, el Banco Central de Costa Rica también ha aplicado una política monetaria restrictiva, por lo que incrementó sistemáticamente la tasa de política monetaria durante el 2022, lo que a su vez provocó ajustes al alza en el resto de las tasas de interés domésticas, tal y como se observa en el gráfico No.4:

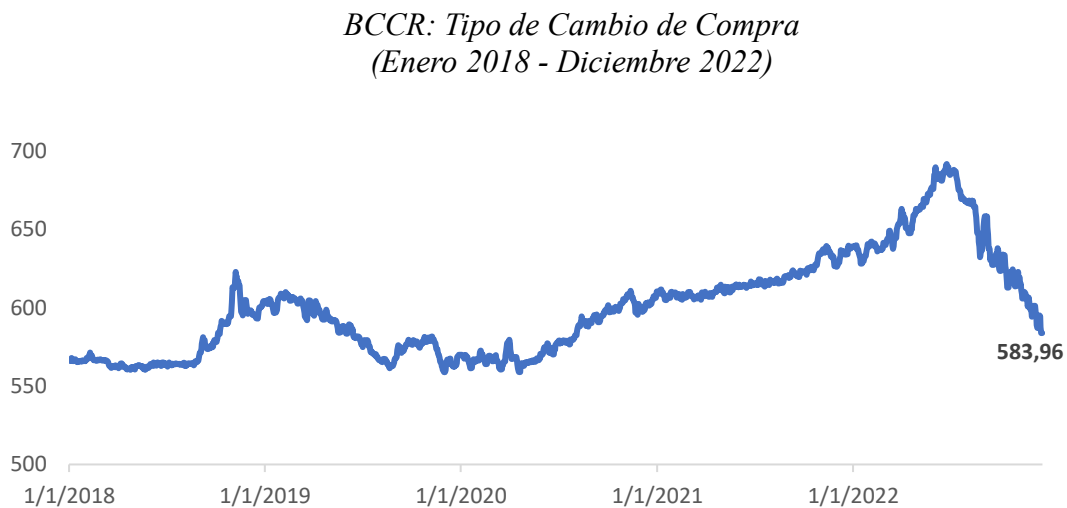
Gráfico 4



Fuente: BCCR

El impacto de la crisis del 2022 en los rendimientos de los fondos de pensiones se agravó aún más a partir de la segunda mitad de este año, dado que, tal y como se aprecia en el **Error! No se encuentra el origen de la referencia.**No. 5, el colón también empezó a experimentar una apreciación significativa y persistente, lo cual contribuyó a una mayor caída en el rendimiento de los fondos que se encuentran denominados en colones y que invierten una parte importante de sus recursos en títulos emitidos en dólares, como es el caso del ROP.

Gráfico 5



Fuente: BCCR

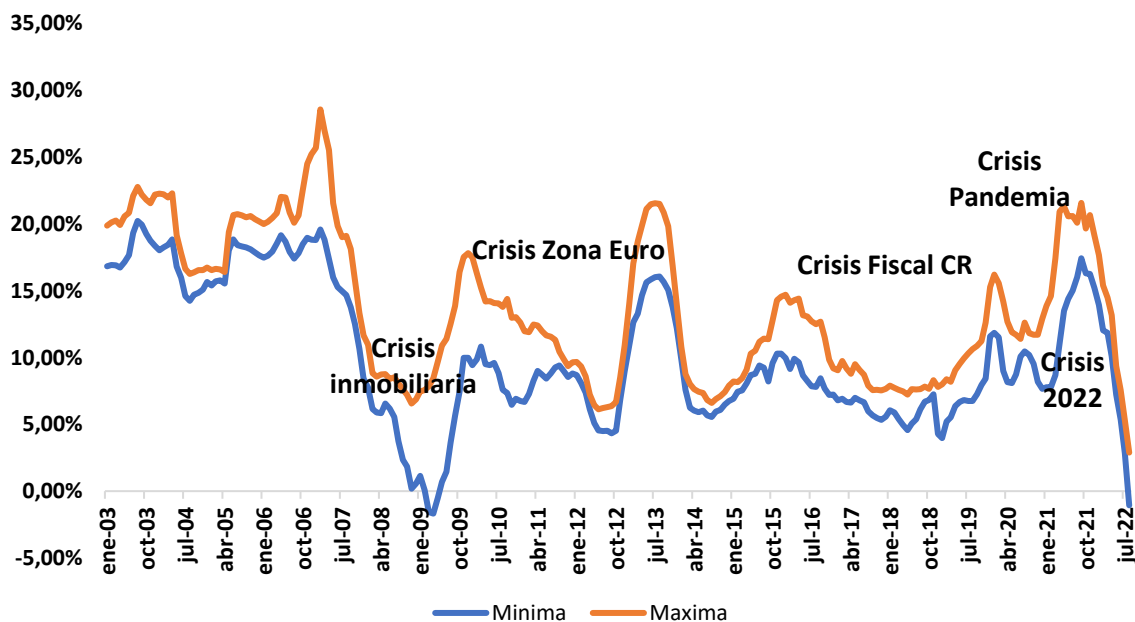
Todos los elementos anteriores han incidido en una crisis de naturaleza imprevisible y sin precedentes en las últimas décadas, por su profundidad y duración, lo cual se ha visto

reflejado en caídas importantes en el precio de los instrumentos que se negocian en los mercados de valores, sean estos bonos, acciones, fondos mutuos, ETF (*Exchange-traded funds*), participaciones de fondos de inversión locales, etc. En estos instrumentos se encuentran invertidos la mayoría de los recursos de los fondos de pensiones.

Ahora bien, la crisis del 2022 no es la primera crisis que atraviesan los fondos administrados por las operadoras. Desde la creación del ROP en mayo de 2001, sus rendimientos se han visto afectados por varias crisis, de diferente magnitud y duración, generadas en los mercados internacionales y local, según se muestra en el gráfico No. 6 siguiente.

Gráfico 6

*ROP: Rendimientos Anuales
Bandas de oscilación
2003-2022*



Fuente: Información calculada a partir del valor cuota suministrado por las operadoras de pensiones

Al respecto, al ser los fondos de pensiones de largo plazo, es muy posible que se vean afectados a lo largo del tiempo por crisis como las descritas. No obstante, también es cierto que, históricamente, con posterioridad a esos periodos, los mercados financieros se recuperan y, por ende, en el mediano y largo plazo, el alza resultante en los rendimientos más que compensa los periodos coyunturales de caída, tal y como se puede observar en el gráfico anterior. Dado este contexto, resulta fundamental mantener el enfoque en los resultados de rentabilidad de mediano y largo plazo, más que en el corto plazo, para los cuales los resultados son los que se muestran en esta Tabla No. 1:

*Tabla 1: Rentabilidad nominal del ROP por operadora y por mes
(enero a noviembre 2022)*

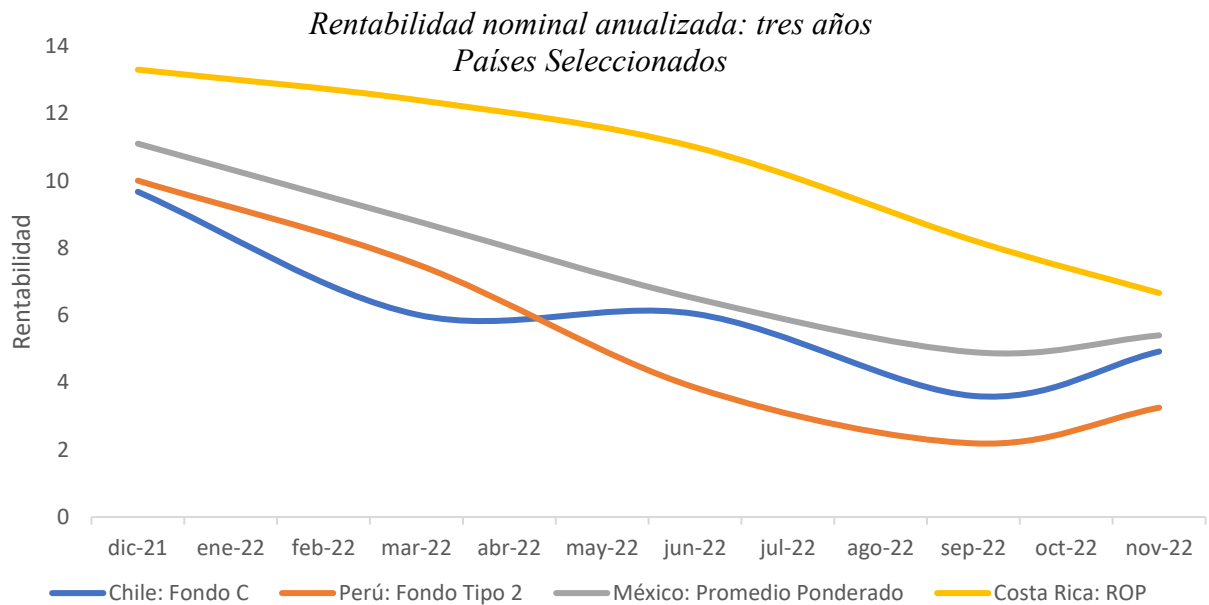
MES	BAC SJ PENSIONES			BCR-PENSION			BN-VITAL			CCSS-OPC			POPULAR PENSIONES			VIDA PLENA OPC		
	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años
ene-22	12,97	10,13	10,24	12,09	9,91	9,92	12,45	10,48	10,34	13,57	10,38	10,73	14,44	10,96	10,04	12,61	10,31	10,02
feb-22	12,28	9,86	10,12	11,74	9,75	9,85	11,83	10,14	10,22	12,72	10,03	10,62	13,49	10,6	9,88	12,21	10,13	10
mar-22	12,09	9,72	10,07	11,75	9,73	9,84	11,75	10	10,18	12,51	9,91	10,58	13,47	10,56	9,9	12,11	10,06	10,02
abr-22	11,9	9,7	10,13	11,61	9,69	9,91	11,73	9,99	10,31	12,3	9,84	10,72	13,18	10,66	10,08	11,93	10,07	10,13
may-22	11,38	9,31	10,04	11,1	9,47	9,88	10,73	9,55	10,2	11,56	9,3	10,63	12,11	9,94	9,84	11,45	9,84	10,12
jun-22	10,89	9,16	9,94	10,76	9,47	9,85	10,39	9,5	10,15	11,3	9,26	10,6	11,7	9,91	9,89	11,15	9,82	10,11
jul-22	10,25	8,87	9,75	10,05	9,17	9,65	9,91	9,31	10,01	10,72	8,91	10,39	11,12	9,79	9,79	10,56	9,57	9,95
ago-22	9,44	8,49	9,48	9,23	8,8	9,42	9,37	9,1	9,85	10,34	8,8	10,25	11,65	10,13	9,86	10,13	9,35	9,81
sep-22	6,66	7,1	8,7	7,7	8,03	9	7,16	7,89	9,2	8,4	7,87	9,7	9,27	9,02	9,28	8,72	8,68	9,44
oct-22	5,39	6,53	8,35	6,87	7,69	8,78	6,04	7,38	8,88	7,07	7,23	9,3	7,7	8,21	8,85	7,68	8,23	9,17
nov-22	5,01	6,62	8,17	6,43	7,68	8,64	5,84	7,52	8,77	7,13	7,44	9,15	7,42	8,41	8,73	7,36	8,36	9

Fuente: Estadísticas de SUPEN

Los datos del cuadro anterior demuestran que, si bien la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las operadoras ha disminuido en los últimos meses de 2022, sigue siendo positiva para horizontes temporales de mediano y largo plazo, lo cual es consistente con la naturaleza de los fondos de pensiones. La gestión de las OPC de los regímenes de capitalización individual parte de este supuesto: la inversión de los recursos requiere de largos períodos de acumulación precisamente para lograr un balance apropiado entre minusvalías y rendimientos. Este también puede ser considerado un riesgo permitido por el legislador, que existan períodos de minusvalía que eventualmente son compensados por altos rendimientos.

Debido a la situación de los mercados financieros internacionales y locales descrita con anterioridad, la caída en la rentabilidad de los fondos de pensiones de contribución definida no es un fenómeno exclusivo de Costa Rica, sino que se ha dado en muchos países en el mundo, como se puede ver en el gráfico No. 7 con ejemplos de países de América Latina y para fondos de pensiones similares, en donde se aprecia que incluso a pesar de la caída en los rendimientos, en nuestro país la rentabilidad se ha mantenido por encima del resto de los países analizados:

Gráfico 7



Nota: La muestra seleccionada ha tomado como referencia el rendimiento del ROP para Costa Rica, fondos con estrategia de inversión moderada (tipo 2 según la nomenclatura del país) para Perú, fondos de tipo intermedio para Chile, y en el caso de México, se utilizó el promedio simple por entidad y cohorte de sus fondos generacionales.

Fuente: Páginas web de cada superintendencia

Lo anterior es una evidencia de que la crisis es un fenómeno mundial y que sus efectos, manifestados como rendimientos negativos en los fondos de pensiones, no obedecen a decisiones u omisiones de las entidades gestoras, sino a comportamientos propios de los mercados financieros internacionales y local.

El efecto global de la caída de los rendimientos en los fondos de pensión a nivel mundial también ha sido expuesto en medios de prensa internacionales y en foros nacionales, como se muestra en la siguiente imagen y enlaces detallados a continuación:



- Oficina del Consumidor Financiero: El sistema de pensiones de Costa Rica: el día después de mañana.

<https://www.facebook.com/ConsumidorFinanciero/videos/641106880847743/>

- <https://www.elfinancierocr.com/opinion/desmitificar-las-inversiones-del-rop/QFQKEGZWPJE6DAEOV2EDWIRJVU/story/>

- Lo mejor está por venir: LATAM ConsultUS



29-09-2022_Lo_Mejor_Esta_Por_Venir.pdf

- <https://www.rankia.mx/blog/economia-finanzas-inversionistas-formacion/5667562-ano-2022-dejado-estas-reflexiones-inversion>

V. Efecto de la crisis del 2022 en la rentabilidad de los fondos de pensiones

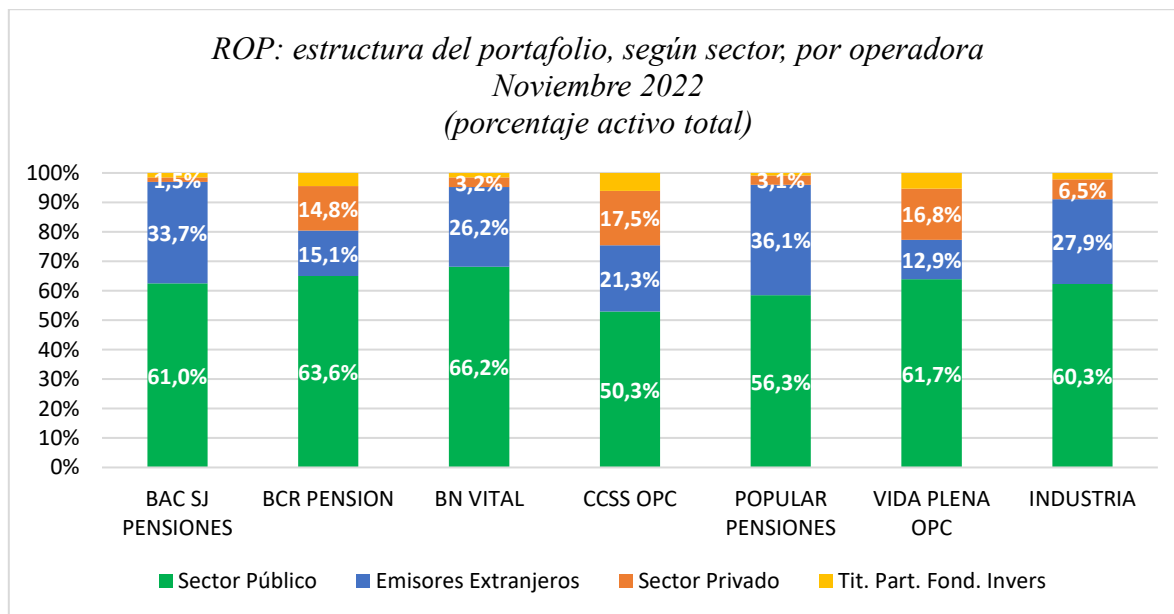
El hecho de que la crisis del 2022 afectara hacia la baja el precio de los instrumentos financieros en que están invertidos los recursos de los fondos administrados por las OPC, tanto en el mercado internacional como en el nacional, causó un **impacto significativo** en los rendimientos de los fondos administrados por estas entidades. La magnitud de este impacto se relaciona con la composición de dichos portafolios en instrumentos de deuda y de capital y, entre valores denominados en moneda nacional o extranjera (dólares), la cual fue diseñada aplicando el *principio de diversificación*, así como siguiendo la asignación estratégica aprobada para cada fondo administrado, conforme a las buenas prácticas

internacionales y a los requerimientos normativos vigentes. Este aspecto en particular será explicado en este apartado.

Adicionalmente, el impacto de la crisis en los rendimientos se relaciona también con la aplicación de la metodología de registro contable que se conoce como “valoración a precios de mercado”, a la que se hizo referencia en el apartado III de este informe, la cual hace que en los estados de cuenta del afiliado o pensionado se pueda ver el efecto contable de la caída en los precios de mercado de los instrumentos que componen el portafolio del fondo administrado, generada por esta crisis.

En el caso del ROP, la composición de su portafolio de inversiones incluye un alto porcentaje de deuda nacional, así como una porción importante de instrumentos representativos de capital y, además, también presenta una proporción relevante invertido en moneda extranjera. Lo anterior se evidencia en el gráfico No. 8:

Gráfico 8



Fuente: Elaboración propia a partir de la información suministrada por las operadoras.

Tal como se mencionó anteriormente, las minusvalías contables son consecuencia de la caída de los precios en los mercados financieros internacionales, en los cuales se encuentran invertidos una parte de los recursos (casi un 28% de los recursos a nivel de la industria), pero también son producto de la situación en el mercado local, donde se encuentran colocadas la mayor parte de las inversiones de los fondos de pension (más del 70% del valor del ROP), ya que por el incremento en las tasas de interés domésticas y debido a la relación inversa⁸

⁸ Existe una relación inversa entre la tasa de interés y el precio de los instrumentos de inversión. Si la tasa de interés disponible en un mercado aumenta, el precio de los instrumentos de deuda baja para ofrecer, por medio de esta reducción en su precio, una rentabilidad competitiva en comparación con el nivel de tasas disponible en el mercado.

que existe entre tasa de interés y precio, los precios de los títulos locales han experimentado caídas en su valor.

Ahora bien, en este punto resulta oportuno comparar el porcentaje de inversión que los fondos ROP mantienen colocados en mercados internacionales, el cual, según se comentó en el párrafo anterior, alcanza a nivel de la industria cerca de un 28%, mientras que a nivel de cada operadora varía de un 12% a alrededor de un 36% del activo total administrado por cada fondo; con respecto a los porcentajes que mantienen otros fondos de pensiones, comparables con el ROP, en otros países de América Latina.

Al respecto, en la siguiente tabla No. 2 se puede observar que, a junio 2022, el porcentaje invertido en el exterior en el ROP es menor que el porcentaje que mantienen fondos de pensión similares de Perú y Chile. El dato de Costa Rica únicamente supera el porcentaje invertido internacionalmente por México, no obstante, se debe considerar que ese país cuenta con un mercado de valores interno muy profundo y desarrollado, con una amplia oferta de valores, lo cual explica que el porcentaje de inversión internacional sea mucho menor respecto al resto de los países.

*Tabla 2: Porcentaje de inversión internacional en países con fondos de pensiones comparables al ROP
Junio 2022*

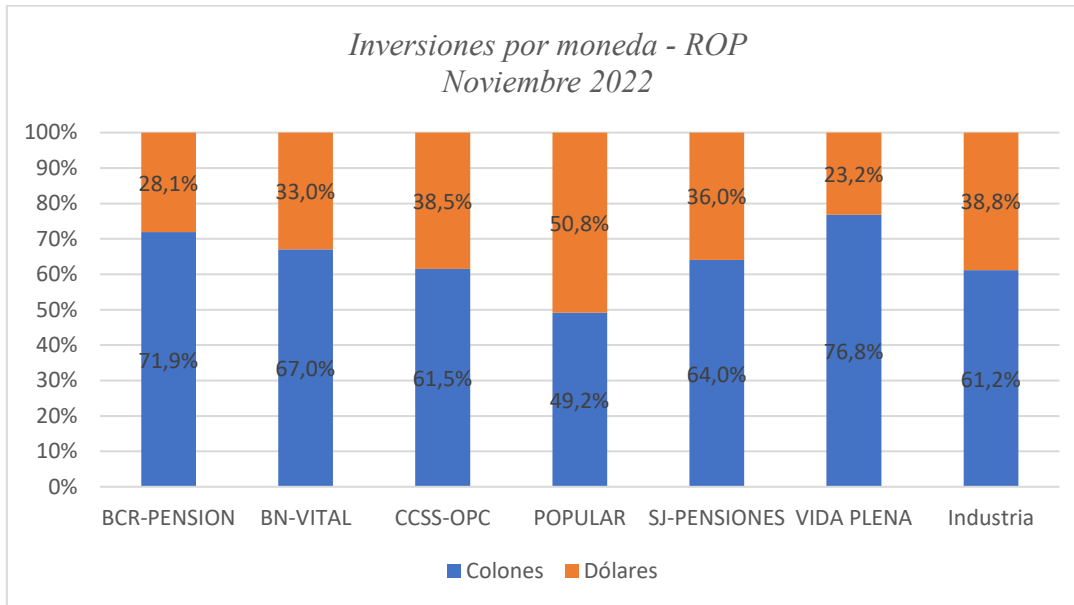
Chile	México	Costa Rica	Perú
47,9	13,39	30,2	42,08

Fuente: Estadísticas de la página del ente supervisor de pensiones en cada país

Además del impacto en los rendimientos por la caída en los precios de los instrumentos de deuda y de capital en los mercados internacionales y local ya comentado, se debe considerar el efecto que el comportamiento del tipo de cambio ha tenido en la valoración de los instrumentos denominados en dólares que mantienen los fondos de pensión como el ROP, el cual varía en función del porcentaje invertido en valores denominados en moneda extranjera.

Al respecto, en el gráfico No. 9 se observa el porcentaje de inversión por moneda para noviembre 2022 de cada fondo ROP, esto en relación con el portafolio total al cierre de ese mes. Como se observa, el rango de inversión en instrumentos denominados en dólares varía de un 23% a un poco más del 50% en algunas entidades, mientras que a nivel de la industria este porcentaje se ha mantenido en valores cercanos al 38%.

Gráfico 9

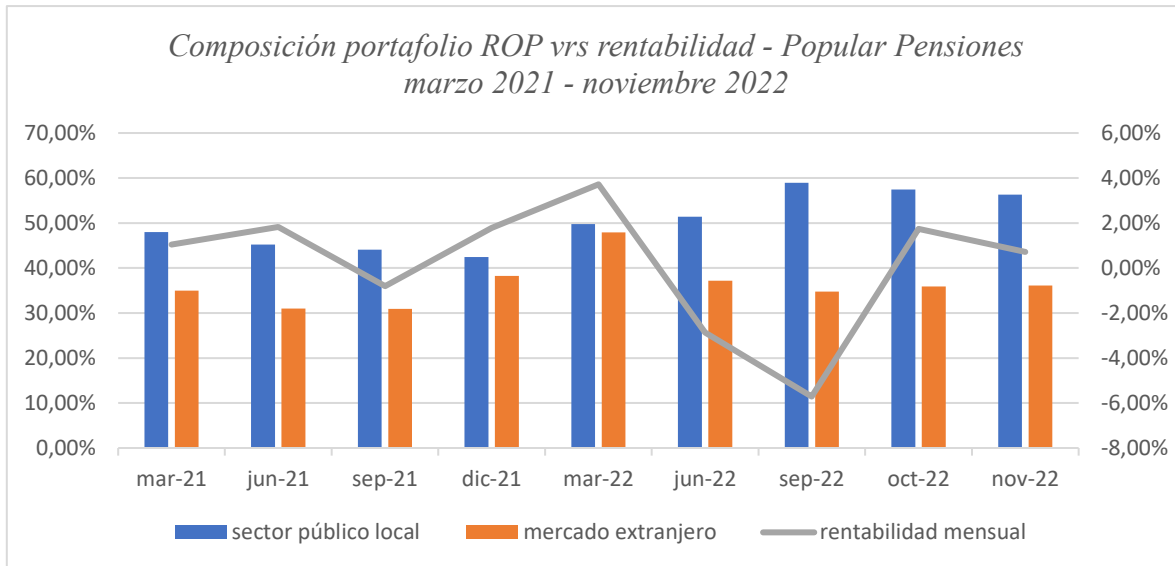


Fuente: Elaboración propia a partir de la información suministrada por las operadoras.

Por otra parte, tomando como ejemplo los datos del portafolio ROP administrado por Popular Pensiones⁹ (Gráfico 10), donde se compara la composición de ese portafolio en inversiones del sector público local y en el mercado extranjero para el periodo entre marzo 2021 y noviembre 2022, con el comportamiento de la rentabilidad generada por ese fondo; se observa que no existe una relación directa entre las variaciones en el portafolio y el rendimiento generado. Esto se evidencia para el mes de junio 2022, el cual presenta una disminución en las inversiones en el mercado internacional y un aumento en el sector público; situación que se mantiene durante los siguientes meses de ese año; sin embargo, el rendimiento para setiembre 2022 baja, recuperándose para los meses de octubre y noviembre, con prácticamente la misma composición del portafolio del ROP.

⁹ Se utiliza a Popular Pensiones como ejemplo, dado que es la operadora con mayor participación del ROP y con más cantidad de denuncias presentadas en SUPEN sobre rendimientos negativos.

Gráfico 10



Fuente: Elaboración propia a partir de la información suministrada por la operadora.

Lo anterior muestra que los resultados financieros del fondo ROP de Popular, pasaron de la mayor minusvalía en setiembre a rendimientos positivos en octubre y noviembre, sin que la entidad haya realizado cambios relevantes en la composición del portafolio de ese fondo en esos meses, en otras palabras, la causa de las minusvalías o plusvalías se encuentra en el comportamiento de los mercados financieros.

VI. Análisis de las actuaciones de las operadoras antes y durante la crisis

1. Proceso de inversión

Ninguna inversión financiera está exenta de riesgos; es decir, no existe el **riesgo cero** cuando se invierten recursos, ya sean estos de propiedad individual o de un colectivo de personas como lo son los fondos de pensión; por lo cual se deben tomar acciones para mitigar los impactos negativos que pueden generar dichos riesgos.

Específicamente, las inversiones que se realizan con los recursos que administran las operadoras de pensiones, tanto a nivel internacional como local, están expuestas a riesgos financieros (mercado, crédito, liquidez) y a riesgos no financieros (operativo, legal, estratégico), entre otros¹⁰.

¹⁰ Definiciones establecidas en el *Reglamento de Riesgos emitido por CONASSIF*:

Riesgo de mercado: Riesgo por variaciones en los precios de mercado, tales como: tasa de interés, tipo de cambio, precio de las acciones u otros.

Debido a que las inversiones no están exentas de riesgos, las operadoras no son libres de colocar los recursos administrados en cualquier tipo de instrumento financiero o en cualquier mercado. Es por esto por lo que la regulación costarricense, específicamente la *Ley de Protección al Trabajador*, establece criterios o parámetros mínimos que deben cumplir dichas inversiones, con el objetivo de gestionar o minimizar los riesgos a los que se exponen los valores en los que se invierten los recursos de los fondos de pensión complementarios.

Es así como en primera instancia, desde la LPT se establecen principios rectores para las inversiones, límites de inversión y prohibiciones para la colocación de estos recursos. Entre otras cosas, lo anterior implica que los recursos de los fondos administrados por las operadoras de pensiones se deben invertir procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, ejecutarse en mercados organizados, autorizados¹¹ y supervisados, en valores de oferta pública, con diversificación y con requerimientos de calificación de riesgos, para los instrumentos de deuda.

Además de esta ley, existen normativas específicas emitidas por el CONASSIF que delimitan aún más el marco de actuación en el cual pueden invertir las operadoras de pensiones y que establecen la técnica que deben cumplir en la gestión del riesgo de las inversiones, a saber: *Reglamento sobre Gobierno Corporativo*, *Reglamento de Riesgos*, *Reglamento de Gestión de Activos* y el *Reglamento de Información Financiera* (específicamente en lo relativo a la aplicación de la NIIF 9); los que se complementan con disposiciones aún más específicas y operativas dictadas por la Superintendencia de Pensiones (acuerdos del Superintendente y manuales).

El marco normativo vigente para las operadoras de pensiones se desarrolló considerando que después de la crisis del 2008, las buenas prácticas internacionales en materia de supervisión se enfocaron en generar procesos de gestión del riesgo en las propias entidades reguladas, con el objetivo de posicionar una cultura de gestión integral del riesgo. Este marco normativo se basa en buenas prácticas internacionales establecidas por organismos como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el Comité de Basilea, la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS por sus siglas en inglés)

Riesgo de crédito: El riesgo de que una contraparte no pueda cumplir sus obligaciones financieras al vencimiento o en cualquier momento en el futuro.

Riesgo de liquidez: Riesgo de pérdidas potenciales en los fondos administrados por la venta anticipada o forzosa de activos que conlleven descuentos inusuales para hacer frente a las obligaciones, o bien, por el hecho de que una posición no pueda ser oportunamente enajenada, adquirida o cubierta mediante el establecimiento de una posición contraria equivalente.

Riesgo operativo: Riesgo por fallas o deficiencias en los sistemas de información, controles internos, procesos internos, errores humanos, fraudes, fallos de gestión o alteraciones provocadas por acontecimientos externos. Incluye el riesgo de tecnologías de información, el cual consiste en riesgo por daños, interrupción, alteración o fallas derivadas en los sistemas físicos e informáticos, aplicaciones de cómputo, redes y cualquier otro canal de distribución necesarios para la ejecución de procesos operativos por parte de las entidades reguladas.

Riesgo legal: Riesgo debido a la inobservancia o aplicación incorrecta o inoportuna de disposiciones legales o normativas, instrucciones emanadas de los organismos de control o como consecuencia de resoluciones judiciales, extrajudiciales o administrativas adversas, o de la falta de claridad o redacción deficiente en los textos contractuales que pueden afectar la formalización o ejecución de actos, contratos o transacciones.

Riesgo estratégico: Riesgo que proviene de la dificultad o incapacidad de la entidad regulada para definir e implementar las políticas o estrategias para la entidad y los fondos administrados, tomar decisiones, asignar recursos o adaptarse a cambios en el entorno.

¹¹ Artículo 60 de la Ley de Protección al Trabajador.

y la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS).

En el proceso específico de las inversiones que realizan las operadoras de pensiones, el *Reglamento de Gestión de Activos*, exige a las operadoras la definición y aprobación de una asignación estratégica de activos acorde con las características de cada fondo administrado y con el apetito de riesgo establecido, todo lo cual se implementa a partir de una política de inversiones que detalla las acciones concretas que deben cumplirse para lograr los objetivos de rentabilidad y riesgo de los fondos administrados.

Además del ordenamiento normativo descrito en estos párrafos, las operadoras deben operar con una gobernanza de las inversiones y sus riesgos que incluya el funcionamiento de las líneas de defensa (gestión operativa, función de riesgos y de cumplimiento, auditoría interna) y funciones de supervisión (alta gerencia y órgano de dirección), comités técnicos de riesgos, inversiones y de auditoría, descritas en el anexo de este informe en el cual se explica el modelo de supervisión que aplica esta Superintendencia. Todos estos mecanismos obedecen a esa diligencia que se requiere para tomar las decisiones y ejecutarlas de una manera profesional, responsable e idónea para las circunstancias de tiempo y lugar.

Las decisiones de inversión del fondo administrado son realizadas dentro de esta gobernanza la cual busca que todos los riesgos relevantes del negocio se encuentren identificados, cuantificados por medio de metodologías fundamentadas técnicamente, que se ejecuten periódicamente pruebas de estrés y de retroalimentación (*backtesting*). Les corresponde a los comités técnicos y a la Junta Directiva dar seguimiento a la aplicación y resultados de este proceso y tomar las decisiones que correspondan.

Uno de los objetivos primordiales del proceso de supervisión de las inversiones es verificar que cada operadora de pensiones disponga de la estructura de gobernanza descrita y que esta opere en forma efectiva para la gestión de los riesgos y cumpliendo con los requerimientos técnicos descritos, así como con las disposiciones relativas a las condiciones y límites para las inversiones; para estos efectos la SUPEN aplica un Modelo de Supervisión Basado en Riesgos (MSBR) que se describe en el anexo I de este informe.

2. Debida diligencia de las operadoras en el proceso de inversión antes y durante la crisis

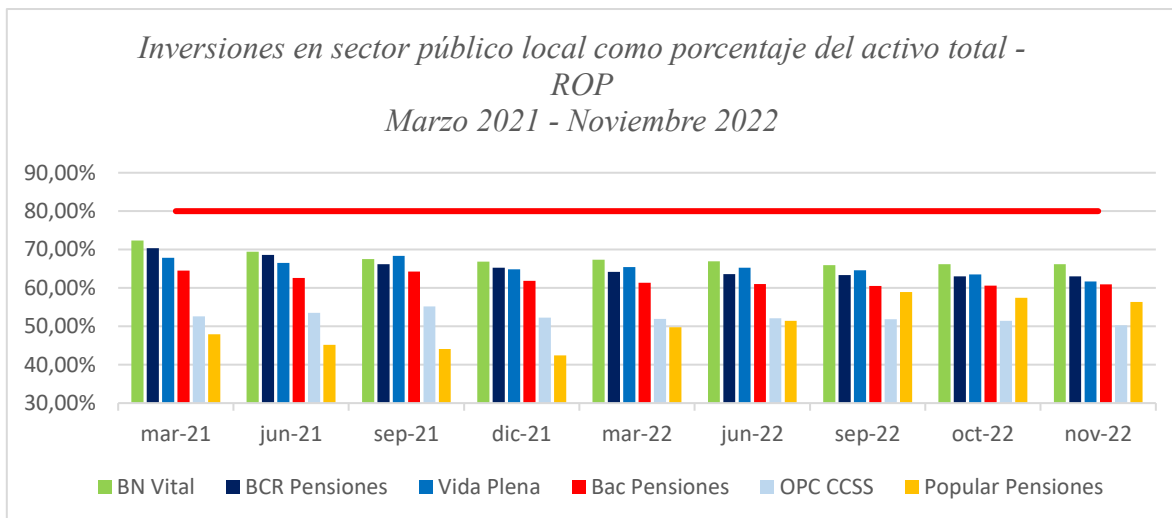
Para realizar este análisis, y a partir de lo indicado en el apartado II de este informe, de seguido se detallan los resultados de los análisis realizados por esta Superintendencia, tanto en relación con el cumplimiento normativo de los límites de inversión a que se encuentran sujetas las operadoras de pensiones, como en cuanto a la razonabilidad del proceso utilizado por esas entidades para la toma de las decisiones antes y durante la crisis. Estas últimas sin perder de vista que, durante una crisis, como la que se detalla en el apartado VI de este informe, las decisiones son tomadas en un ambiente de incertidumbre y por ello conllevan riesgo y una mayor dificultad de pronóstico que aquellas que se toman en situaciones normales.

A. Resultados de la evaluación del cumplimiento de límites normativos

Con base en la información remitida por las operadoras de pensiones, esta Superintendencia, calcula los diferentes límites de inversión normativos en forma automatizada, los cuales son insumos para la supervisión, según se explica en el anexo I de este informe. Utilizando como insumo los límites de inversión calculados por las bases de datos de SUPEN, se verifica que los portafolios de inversión gestionados por las operadoras están ajustados a los límites normativos vigentes.

En este sentido, para el caso de las inversiones en sector público local (ver Gráfico No. 11) el límite normativo es del 80% sobre el valor del activo total y se evidencia que, en el periodo mostrado, todos los fondos ROP están por debajo de dicho límite:

Gráfico 11



Fuente: Elaboración propia a partir de la información suministrada por las operadoras.

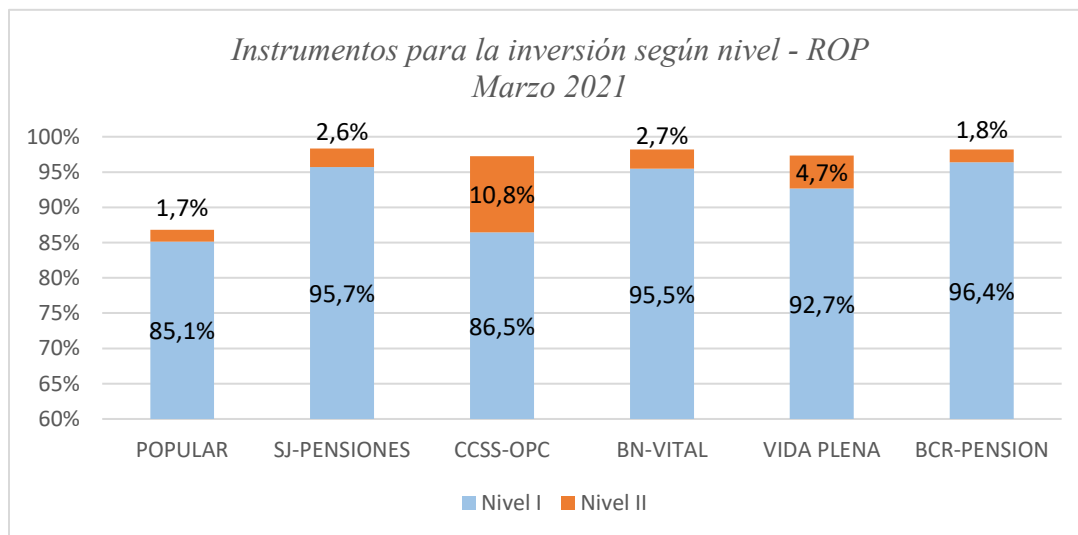
Adicionalmente, el Reglamento de Gestión de Activos creó una estructura para la clasificación de las inversiones de los fondos, en donde estas se pueden realizar en los diferentes tipos de instrumentos, locales e internacionales que se clasifican en tres niveles; de acuerdo con sus características y con la complejidad que requieren para su operación y para la gestión de sus riesgos.

Conforme con esta clasificación, las inversiones catalogadas como nivel III son las que tienen una operativa y una gestión de riesgos más complejas, con mayor exigencia de cuidado; por lo tanto, la normativa autoriza una inversión total en este nivel que no puede exceder de un 5% del valor del activo total del fondo. El resultado de la supervisión realizada por este órgano evidencia que las operadoras han sido cautelosas con estas inversiones, de modo que a la fecha de este informe no mantienen inversiones en instrumentos de este nivel, lo cual se muestra en los Gráficos Nos. 12 y 13, relacionados con la composición del portafolio según el nivel para marzo de 2021 y noviembre de 2022.

En dichos gráficos se evidencia, además, que más del 85% del portafolio respecto al activo es de nivel I, es decir, las inversiones que, según el *Reglamento de Gestión de Activos*, se catalogan como de menor riesgo y complejidad. Las inversiones realizadas en el Nivel II, que representan en promedio un porcentaje relativamente bajo, corresponden en su mayoría a participaciones de fondos de inversión inmobiliarios del mercado costarricense.

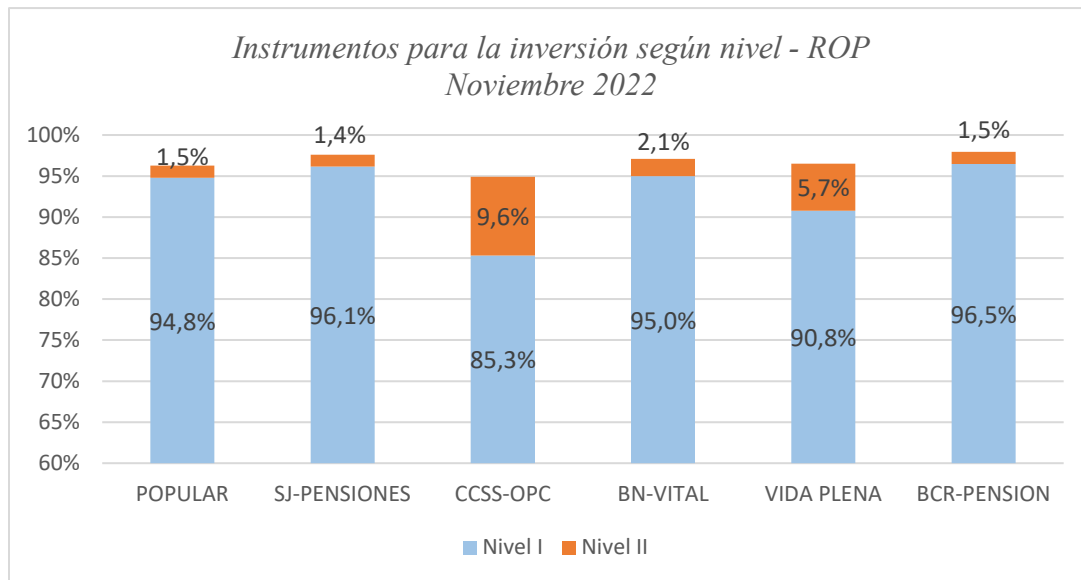
En resumen, como resultado del proceso de supervisión que realiza este órgano es posible afirmar que las inversiones de Nivel I y II que conforman el portafolio de los fondos de pensiones administrados por las operadoras corresponden a valores de oferta pública, registrados y negociados en mercados autorizados, tanto locales como internacionales, y que cuando corresponde, según su naturaleza, cuentan con una clasificación de riesgo emitida por una calificadora de riesgos autorizada.

Gráfico 12



Fuente: Elaboración propia a partir de la información suministrada por las operadoras.

Gráfico 13



Fuente: Elaboración propia a partir de la información suministrada por las operadoras.

B. Resultados de la evaluación de la gestión de las OPC antes y durante crisis

Desde el 2003, la SUPEN ejerció sus competencias de supervisión y fiscalización mediante la aplicación de diferentes enfoques de supervisión basados en riesgos. A partir de la experiencia adquirida en esos años y con el apoyo recibido de organismos internacionales con un amplio conocimiento en materia de supervisión basada en riesgos (como el Toronto Centre y el Banco Mundial), la Superintendencia de Pensiones diseñó su actual Modelo de Supervisión Basado en Riesgos (MSBR), el cual se fundamenta en el Reglamento de Riesgos y en el Marco de Supervisión y Evaluación de Riesgos (MSER) y se explica con mayor detalle en el anexo I de este informe. La implementación de este modelo inició en 2020.

Conforme a este modelo y en lo que se refiere a la actividad significativa de gestión de activos, durante el 2020 se evaluaron las características y desempeño de cada uno de los componentes de la estructura de gobierno corporativo relacionada con la gestión de inversiones en todas las operadoras de pensiones, para completar un perfil de riesgo en lo relativo a esta actividad. Este perfil se actualiza periódicamente por medio de la aplicación de las *actividades periódicas de supervisión* (detalladas en el anexo I), además del seguimiento y evaluación de la efectividad en la implementación de los planes de acción declarados por las operadoras de pensiones sobre esta actividad, para atender las observaciones comunicadas por SUPEN. Por su parte, la supervisión del 2022 se enfocó, además, de las actividades periódicas de supervisión, en la evaluación del desempeño de los portafolios de inversión administrados por las operadoras.

Como resultado de la supervisión realizada, según el MSBR y utilizando la información proporcionada por las operadoras de pensiones, se verificó que las operadoras de pensiones han realizado las siguientes acciones, las cuales fueron evaluadas por esta Superintendencia:

1. Utilizan una infraestructura para el gobierno de las inversiones y la gestión de sus riesgos acorde con lo requerido por la normativa.
2. Han diseñado y ejecutan una planificación y asignación estratégica de las inversiones, una política de inversiones y un apetito de riesgo para los fondos de pensiones.
3. Las inversiones que conforman los portafolios de los fondos de pensión están conforme con los requisitos y límites definidos en la regulación (ver ejemplos en la sección anterior).
4. Han definido límites de inversión y de riesgos internos y les dan un seguimiento periódico.
5. Los comités de riesgos, de inversiones y la junta directiva han analizado y dado seguimiento a la implementación de la asignación estratégica, el apetito de riesgo y la política de inversión y han tomado las decisiones correspondientes, fundamentadas técnicamente, lo cual ha quedado documentado en las actas revisadas por SUPEN.
6. Las instancias correspondientes, según la estructura de gobierno corporativo, verifican el cumplimiento de los requisitos, condiciones y límites de inversión dispuestos en la regulación, así como en las disposiciones internas.
7. Periódicamente y en particular durante la crisis comentada, los comités técnicos y el órgano de dirección han analizado las rentabilidades obtenidas por los fondos administrados y sus efectos en las cuentas individuales de los afiliados y pensionados, han revisado la estructura del portafolio, han valorado opciones de inversión dadas las condiciones de la crisis, identificaron e implementaron ajustes tácticos a los portafolios, si así fue pertinente, basados en criterios técnicos que constan en las actas respectivas.
8. Como resultado del análisis anterior, las OPC decidieron no ejecutar cambios significativos en la composición de los portafolios de inversión como se observa en los gráficos 12 y 13 de este informe, esto con fundamentado en que la asignación estratégica de inversiones fue elaborada en función de un objetivo de rentabilidad y riesgo en un horizonte de largo plazo, conforme con la naturaleza de los fondos de pensión. Adicionalmente, tomaron en cuenta que deshacerse en forma masiva de instrumentos de inversión durante un período de caída en los precios, agravaría el impacto negativo en los rendimientos, dado que al vender títulos se materializan las minusvalías contables.
9. Las instancias correspondientes, según su competencia y de acuerdo con la estructura de gobierno corporativo, participaron en el análisis y toma de decisiones ante los efectos de la crisis y de sus fundamentos técnicos.
10. Periódicamente y en particular durante la crisis comentada, se realizaron análisis de escenarios y pruebas de simulación (*stress testing*); y sus resultados fueron valorados por las instancias correspondientes.

Al evaluar estas acciones y el proceso de toma de decisiones seguido por las entidades durante la crisis, este órgano consideró que estos se encontraban ajustados al marco regulatorio vigente, así como a la técnica y a las mejores prácticas en la materia.

Especial mención merece la decisión de no realizar cambios significativos en la composición de sus portafolios, en particular, de no deshacerse de sus posiciones en el exterior para aumentar sus posiciones en el mercado local. Al respecto, este órgano estima que la opción de deshacerse de las posiciones en el exterior para invertir las localmente podría haber afectado aún más los recursos de los afiliados y pensionados, ya que esto hubiera implicado materializar minusvalías por la venta de esos instrumentos en periodo de baja en el precio. Además de esto, el mercado local no podría absorber el volumen de recursos resultantes de esas ventas y, aunque esto fuera factible, dados los aumentos en las tasas de interés domésticas comentadas en este informe, también esas nuevas posiciones locales habrían generado significativas minusvalías contables.

En vista de lo anterior, y a partir de la evidencia recabada en el proceso de supervisión y proporcionada por las operadoras, este órgano no ha determinado que estas entidades hayan actuado sin seguir la debida diligencia y que, como consecuencia de ello, se hayan producido las minusvalías contables mostradas por la información financiera de los fondos administrados. Es decir, no existe un nexo de causalidad entre sus acciones y las minusvalías, por lo tanto, este órgano estima que la caída de los rendimientos de los fondos de pensión durante el 2022 no se origina en decisiones, acciones u omisiones de las operadoras de pensiones.

Ahora bien, producto de la supervisión realizada por SUPEN también se detectaron y se comunicaron¹² oportunidades de mejora en la gestión de los riesgos de las inversiones por parte de las operadoras; sin embargo, ninguno de esos señalamientos habría afectado los saldos de las cuentas individuales de los afiliados y pensionados, dado que ni aun contando con la mejor gestión de riesgos posible, las entidades gestoras hubieran podido prever la profundidad y duración esta crisis, y tampoco hubiera podido evitar la caída que se ha dado en los rendimientos. Las operadoras han declarado planes de acción para atender las oportunidades de mejora comunicadas, los cuales son objeto de seguimiento de esta Superintendencia.

VII. Conclusiones

1. Las OPC tienen una obligación de invertir los recursos de los afiliados y pensionados, así lo disponen los artículos 52, 55 y 56 inciso e) de la Ley de Protección al Trabajador. La gestión del portafolio deviene en una obligación que por su misma naturaleza conlleva un riesgo permitido, que es el riesgo propio de las inversiones en los mercados

¹² A la fecha de este informe, algunas de estas oportunidades de mejora se encuentran en proceso de comunicación a las entidades supervisadas.

autorizados, en los cuales no se garantizan rendimientos positivos para ningún inversionista. Lo cual implica que la obligación del gestor es una **obligación de medios**, no de resultados.

2. Por la misma naturaleza de las inversiones en los mercados financieros no existe la inversión con cero riesgos. Este es un riesgo asumido por el legislador al crear el régimen de capitalización individual que coexiste con una serie de obligaciones previas y concomitantes al proceso de gestión de activos que son parte de la debida diligencia exigida para las OPC como gestores especializados. Toda inversión tiene riesgos como el de mercado, crédito, liquidez, operativo, estratégico, entre otros. Es por esta razón que la regulación establece condiciones rigurosas para su adquisición y la gestión de sus riesgos, apegándose a la técnica y a las mejores prácticas internacionales.
3. Para vigilar el cumplimiento de la regulación de las inversiones, la calidad de la gestión de los riesgos y la diligencia exigida para estos gestores, la Superintendencia de Pensiones aplica un Modelo de Supervisión Basado en Riesgos (MSBR), que se fundamenta en el marco normativo, particularmente en el Reglamento de Riesgos y en el Marco de Supervisión y Evaluación de Riesgos (MSER). Este modelo fue diseñado considerando las mejores prácticas internacionales y las recomendaciones de especialistas del Toronto Centre y del Banco Mundial, además es uniforme con el aplicado por las otras superintendencias que supervisan el sistema financiero costarricense.
4. Desde finales de 2021 y durante el 2022, se presentó una crisis imprevisible y sin precedentes en los mercados financieros internacionales y local en las últimas décadas, por su profundidad y duración, mostrando, además, una característica particular no observada en ese período: el fuerte impacto negativo que se dio tanto en los precios de los instrumentos de deuda como en los representativos de capital en los mercados financieros internacionales.
5. Los precios de los instrumentos en el mercado local también fueron afectados significativamente a la baja por el aumento en las tasas de interés domésticas. A este impacto se suma la caída del tipo de cambio con respecto al dólar.
6. El comportamiento descrito en los mercados financieros internacionales y local causó las minusvalías contables registradas en los fondos administrados por las operadoras de pensiones durante el 2022.
7. Particularmente en el ROP, por la composición de su portafolio de inversiones que incluye un porcentaje significativo en deuda local, una participación importante en instrumentos representativos de capital de los mercados internacionales, así como una proporción relevante de títulos denominados en dólares, sus rendimientos fueron afectados sensiblemente por la crisis en los mercados financieros.

8. El efecto de la crisis en los rendimientos de los fondos de pensión ha afectado en mayor o menor medida a todas las operadoras de pensiones y, además, no es exclusivo de Costa Rica, sino que es una situación que también se ha presentado a nivel internacional en los fondos de pensiones; sin que su impacto en los rendimientos negativos pueda ser imputados a la gestión de las operadoras.
9. No se han determinado incumplimientos en los requisitos y en los límites de inversión normativos que hayan generado minusvalías contables. Las inversiones que conforman el portafolio de los fondos de pensiones administrados por las operadoras corresponden a valores de oferta pública, registrados y negociados en mercados autorizados, tanto locales como internacionales y que cuentan con una clasificación de riesgo emitida por una calificadora de riesgos autorizada, cuando corresponde según su naturaleza.
10. Las operadoras no han realizado inversiones que, conforme a la regulación vigente (nivel III según el artículo 17 del Reglamento de Gestión de Activos), se consideren instrumentos de inversión de mayor complejidad, en cuanto a su operativa y gestión de riesgos.
11. En el caso de los fondos de pensiones administrados por las OPC en Costa Rica, el porcentaje de inversiones colocado en el mercado internacional es menor respecto a otros países de América Latina.
12. Periódicamente y en particular durante la crisis comentada, los comités técnicos y el órgano de dirección de las operadoras de pensiones han analizado las rentabilidades obtenidas por los fondos administrados y sus efectos en las cuentas individuales de los afiliados y pensionados, han revisado la estructura del portafolio, han valorado opciones de inversión dadas las condiciones de la crisis, identificaron e implementaron ajustes tácticos a los portafolios, si así fue pertinente, basados en criterios técnicos que constan en las actas respectivas.
13. Como resultado del análisis anterior, las OPC decidieron no ejecutar cambios significativos en la composición de los portafolios de inversión, esto con fundamentado en que la asignación estratégica de inversiones fue elaborada en función de un objetivo de rentabilidad y riesgo en un horizonte de largo plazo, conforme con la naturaleza de los fondos de pensión. Adicionalmente, tomaron en cuenta que deshacerse en forma masiva de instrumentos de inversión durante un período de caída en los precios, agravaría el impacto negativo en los rendimientos, dado que al vender títulos se materializan las minusvalías contables.
14. Al evaluar las acciones comentadas en los numerales 12 y 13, así como el proceso de toma de decisiones seguido por las entidades durante la crisis, este órgano considera que estos se encuentran ajustados al marco regulatorio vigente, así como a la técnica y a las mejores prácticas internacionales en la materia.

15. En vista de lo anterior, y para atender lo planteado por la Defensoría de los Habitantes en el oficio, es posible afirmar que, a partir de la información recabada en el proceso de supervisión y la información proporcionada por las operadoras, a la fecha de este informe no se ha encontrado evidencia de que estas entidades hayan actuado sin seguir la diligencia que les es debida y que, como consecuencia de ello, se hayan producido las minusvalías contables mostradas por la información financiera de los fondos administrados. Es decir, no existe un nexo de causalidad entre sus acciones y las minusvalías que se presentaron durante el 2022. Por el contrario, estas fueron ocasionadas por la crisis que experimentaron los mercados internacionales y local, según se detalla en el apartado III de este informe.

VIII. Responsables del informe

Patricia Abarca Rodríguez, directora
División de Supervisión de Regímenes
de Capitalización Individual

Nelly María Vargas Hernández, directora
División de Asesoría Jurídica

ANEXO I

MODELO DE SUPERVISIÓN BASADO EN RIESGOS DE SUPEN

Desde el 2003, la SUPEN ejerció sus competencias de supervisión y fiscalización mediante la aplicación de diferentes enfoques de supervisión basados en riesgos.

A partir de la experiencia adquirida en esos años y con el apoyo recibido de organismos internacionales con un amplio conocimiento en materia de supervisión basada en riesgos, la Superintendencia de Pensiones diseñó e implementó su actual Modelo de Supervisión Basado en Riesgos (MSBR), el cual se fundamenta en el *Reglamento de Riesgos*¹³ y en el *Marco de Supervisión y Evaluación de Riesgos (MSER)*¹⁴, los cuales se encuentran publicados en la página web de SUPEN. En ambos documentos se declara la forma en que la Superintendencia de Pensiones realiza el proceso de supervisión y evaluación de los riesgos a que se encuentran expuestos los fondos administrados y la gestión que de ellos realizan las entidades reguladas.

El diseño del MSBR de SUPEN se realizó en forma conjunta con la elaboración del *Reglamento de Riesgos*, en este proceso se tomó como referencia las directrices de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS por sus siglas en inglés) y especialmente, el modelo aplicado por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá (OSFI por sus siglas en inglés) así como la experiencia latinoamericana en supervisión basada en riesgos de países como México, Chile y Colombia. Adicionalmente, consideró las recomendaciones recibidas del Banco Mundial y del Toronto Centre y es consistente con las mejores prácticas internacionales.

Además de las experiencias internacionales, para desarrollar un MSBR adaptado a las condiciones del Sistema Nacional de Pensiones, SUPEN aplicó el proceso de adaptación del modelo de la OSFI que fue utilizado previamente por otras superintendencias como la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) y la Superintendencia General de Seguros (SUGESE) y que, posteriormente, fue incorporado por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

Adicionalmente, el MSBR de SUPEN opera dentro de un Sistema de Gestión de Calidad, certificado bajo la norma INTE/ISO 9001:2015, lo cual requiere que el proceso de supervisión sea sometido tanto a auditorías internas y externas de calidad en forma anual. Además de esto, la Auditoría Interna del CONASSIF evalúa con frecuencia el control interno

¹³ http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?nValor1=1&nValor2=84279

¹⁴ <https://www.supen.fi.cr/marco-de-supervision-y-evaluacion-de-riesgos1>

aplicado por SUPEN en la ejecución de los procesos de supervisión, incluido lo relativo a la gestión de las inversiones.

Este modelo de supervisión aplicado al mercado de pensiones se enfoca en la identificación temprana de los riesgos relevantes a que se encuentran expuestos los fondos administrados por las entidades reguladas, así como en la comunicación continua de los hallazgos, con el fin de que las entidades gestoras tomen las acciones oportunas para su gestión.

En la ejecución del MSBR, la Superintendencia aplica un marco de supervisión (MSER) congruente con las mejores prácticas internacionales, que le permite aplicar estrategias y metodologías para identificar y evaluar los riesgos inherentes de las inversiones de los fondos administrados (riesgos de mercado, de crédito, liquidez, operativo, estratégico y legal). Además, le permite **evaluar la calidad de la gestión** de estos riesgos realizada por las líneas de defensa y las funciones de supervisión ya mencionadas.

Además del marco de supervisión, la SUPEN ha desarrollado una base documental, que forma parte del Sistema de Gestión de Calidad, que contiene los procedimientos que definen cómo se planifica la supervisión, cómo se ejecuta y cómo se le da seguimiento a la corrección de los hallazgos comunicados a las operadoras, por medio de los planes de acción, así como el desarrollo del proceso sancionatorio, cuando así resulte necesario.

La citada base documental contiene las guías de supervisión y programas de trabajo que se han desarrollado para evaluar las características y el desempeño de las líneas de defensa y las funciones de supervisión, para cada una de las actividades significativas que ejecutan las entidades supervisadas (gestión de los activos, acumulación, desacumulación y comunicación con los afiliados y pensionados).

El actual proceso de supervisión comprende dos dimensiones complementarias, una es la verificación del **cumplimiento de la regulación** (cumplimiento normativo) y, la otra, es la evaluación de la **calidad de la gestión de los riesgos** que realizan las entidades gestoras de estos fondos.

Con todo lo anterior, se establece y actualiza un perfil de riesgos para los fondos administrados por cada operadora, dentro del cual se incluye la determinación del riesgo residual en la gestión de las inversiones así como el riesgo residual agregado para cada entidad gestora, y conforme a ese resultado, se diseña e implementa una respuesta de supervisión (estrategia), que permite asignar los recursos de supervisión a aquellas entidades reguladas, o procesos de los fondos administrados, que representan un mayor riesgo. El proceso de aplicación del MSBR es dinámico, lo cual implica la actualización de los perfiles de riesgos, cuando producto de la supervisión se identifiquen elementos o hallazgos que, por su importancia e impacto, ameriten ajustar dichos perfiles.

En los siguientes párrafos se detallan las actividades de supervisión que se ejecutan para la construcción del perfil de riesgos.

A. Evaluación del cumplimiento normativo

De acuerdo con lo que dispone el artículo 38, inciso p), de la Ley de Régimen Privado de Pensiones Complementarias, Ley 7523, le corresponde a la SUPEN verificar que la inversión de los recursos de los fondos administrados por las operadoras de pensiones se ajuste a la normativa vigente. En consecuencia, en un primer momento la supervisión comprende una serie de actividades dirigidas a verificar que las operadoras de pensiones inviertan los recursos de los afiliados de acuerdo con la normativa vigente.

Actividades periódicas de supervisión

La verificación del cumplimiento normativo se realiza de forma continua mediante la aplicación de las siguientes actividades periódicas de supervisión (*supervisión extra situ o actividades de monitores y análisis*), con la intensidad y frecuencia definidas en la planificación anual de la supervisión, pudiendo ejecutarse en forma mensual, trimestral, semestral o anual, según el riesgo residual y la importancia sistémica de cada entidad.

B. Evaluación de la calidad de la gestión de los riesgos

El MSBR se basa en dos pilares fundamentales: por un lado, reconoce la responsabilidad que tienen las entidades en lo que respecta a la identificación y gestión de los riesgos; por otro lado, atribuye a la Superintendencia la obligación de evaluar los riesgos y la calidad de la gestión que de ellos hacen las entidades.

El objetivo del MSBR aprobado por SUPEN es evaluar que la estructura de gobierno corporativo y de gestión de riesgos de las inversiones reúna las condiciones necesarias de idoneidad y competencia para su adecuado funcionamiento (*evaluación de características*) y que opere con efectividad, autoridad, independencia y jerarquía (*evaluación del desempeño*), asegurando un sistema de pesos y contrapesos en cada entidad gestora, que permita que cada órgano de dirección cuente con reportes independientes y objetivos generados por las líneas de defensa que faciliten su toma de decisiones.

Insumos para la supervisión

Bases de datos

La Superintendencia cuenta con una base de datos que se alimenta de la información que envían las operadoras de pensiones, esta se recibe y valida en forma automatizada. Esta base de datos almacena la información diaria del valor cuota, el portafolio mensual de cada uno de los fondos administrados por las seis operadoras (38 fondos en total) así como la información contable mensual de cada fondo administrado.

Auxiliares de supervisión

Las labores de supervisión ejercidas directamente por SUPEN son complementadas por medio del análisis de los informes periódicos que se reciben de los “auxiliares de supervisión” que son:

- Informes del auditor externo (estados financieros anuales auditados)
- Informe de la auditoría externa de tecnologías de informes
- Informe de los auditores internos de cada operadora

Consultas y denuncias de afiliados, pensionados y entidades supervisadas

La resolución de las denuncias recibidas genera una importante información que retroalimenta el proceso de supervisión, permitiendo identificar debilidades en la comunicación de los entes, así como en la información de las inversiones entregada a sus clientes.

Base de datos Refinitiv

Para el seguimiento de las inversiones, su rentabilidad y la evolución de los mercados internacionales, esta Superintendencia dispone de acceso a la plataforma informática *Refinitiv*, que es un proveedor global de datos e infraestructura de los mercados financieros, incluyendo noticias, información y análisis de riesgos.

Reportes automatizados

Se han desarrollado una serie de reportes de información automatizados que utilizan la información de las bases de datos de supervisión (contables, inversiones y afiliados) para generar un análisis detallado y oportuno de los fondos administrados. Estos reportes son una herramienta complementaria para la supervisión y los mismos se encuentran alojados en una página compartida de SUPEN.

Adicional a lo indicado arriba, se cuenta con una serie de reportes y salidas desarrolladas en R (lenguaje de programación),

Estrategias de supervisión

El objetivo del proceso de supervisión es permitirle a la Superintendencia identificar las posibles fuentes de riesgo en una etapa temprana e intervenir efectivamente para procurar minimizar impactos en los afiliados. Para estos efectos, se han desarrollado criterios para guiar la respuesta de supervisión de la Superintendencia, ante los riesgos y situaciones determinados en las entidades reguladas y los fondos administrados por estas, los cuales se evidencian en el perfil de riesgo de los fondos que administran.

La aplicación de estos criterios (también denominados estrategias o respuesta de supervisión) no se realiza de manera rígida, asignando a cada situación identificada

un conjunto predeterminado de acciones. Las circunstancias pueden variar significativamente de un caso a otro, por lo que los criterios no deben interpretarse como una limitación al alcance de las acciones que la Superintendencia puede tomar al tratar problemas particulares en entidades y fondos específicos.