



LA CRISIS DE LOS MERCADOS MUNDIALES DURANTE EL AÑO 2022 Y SU IMPACTO EN LOS FONDOS DE PENSIONES COSTARRICENSES

Rocío Aguilar Montoya

RESUMEN

La crisis de los mercados internacionales durante el año 2022 puso la mirada en los fondos de pensiones complementarias, como resultado de los rendimientos presentados por las inversiones de estos recursos. En este ensayo se analizan algunos de los aspectos relacionados con el cumplimiento normativo, así como los procesos seguidos por los gestores de los fondos de pensiones complementarias obligatorias para la toma de decisiones de inversión para los fondos administrados, particularmente el Régimen Obligatorio de Pensiones¹ (ROP).

Palabras claves: Minusvalías, inflación, rendimientos, crisis, operadoras de pensiones, Ley de Protección al Trabajador, riesgos

ABSTRACT

Since the end of 2021 and during 2022, the international and local financial markets were subjected to a crisis, as a result of the effect of the economic policies applied by governments to address the situation caused by the pandemic. In addition to geopolitical problems, the increase in inflation and with it in interest rates, generated a reduction in the yields of the investments in which the pension funds are placed, which was reflected in book losses in the accounts of the affiliates and pensioners to the funds, which forced the Superintendency of Pensions to intensify supervision and propose regulatory reforms in favor of affiliates and pensioners. This situation is the one analyzed in this essay.

Keywords: Disabilities, inflation, yields, crisis, pension operators, Worker Protection Law, risks.

¹ ROP: Sistema de capitalización individual, constituido con las contribuciones de los afiliados y los cotizantes de los diversos planes de pensiones y con los rendimientos o los productos de las inversiones, una vez deducidas las comisiones. Dichos aportes son registrados y controlados por medio del Sistema Centralizado de Recaudación de la CCSS y administrado por medio de las operadoras elegidas por los trabajadores.

Rocío Aguilar Montoya es actualmente la Superintendente de Pensiones y Entidades Financieras. Fue Ministra de Hacienda, Contralora General de la República y Secretaria Técnica del Consejo Nacional de Concesiones. Durante 20 años laboró en el sector bancario privado. Es Abogada y Administradora de Negocios.

MINUSVALÍAS EN LOS FONDOS DE PENSIONES COMPLEMENTARIAS Y EL FONDO DE CAPITALIZACIÓN LABORAL (FCL)

Durante los últimos meses de 2021 y principalmente en la mayor parte de 2022, los portafolios de los fondos administrados por las Operadoras de Pensiones Complementarias (OPC) presentaron 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.

La Ley de Protección al Trabajador (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, ETF² –Exchange Traded Funds–, etc.) y el comportamiento del tipo de cambio

Las OPC registran diariamente el precio de mercado para todas 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 las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 9 de *Instrumentos Financieros*³. 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 verdadero valor del portafolio en cada momento del tiempo. Esta forma de registro la han aplicado todas las

OPC cumpliendo con la regulación y las buenas prácticas de negocio.

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 expertos internacionales⁴.

La atención de la crisis de la pandemia por el Covid 19 llevó a implementar políticas monetarias expansivas⁵ 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 la Figura 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 5%.

² Son carteras colectivas que replican su rentabilidad sobre un índice bursátil o una canasta de valores, expresados en participaciones negociables en bolsa.

³ 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.

⁴ 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/>
<https://www.rankia.mx/blog/economia-finanzas-inversionistas-formacion/5667562-ano-2022-dejado-estas-reflexiones-inversion>

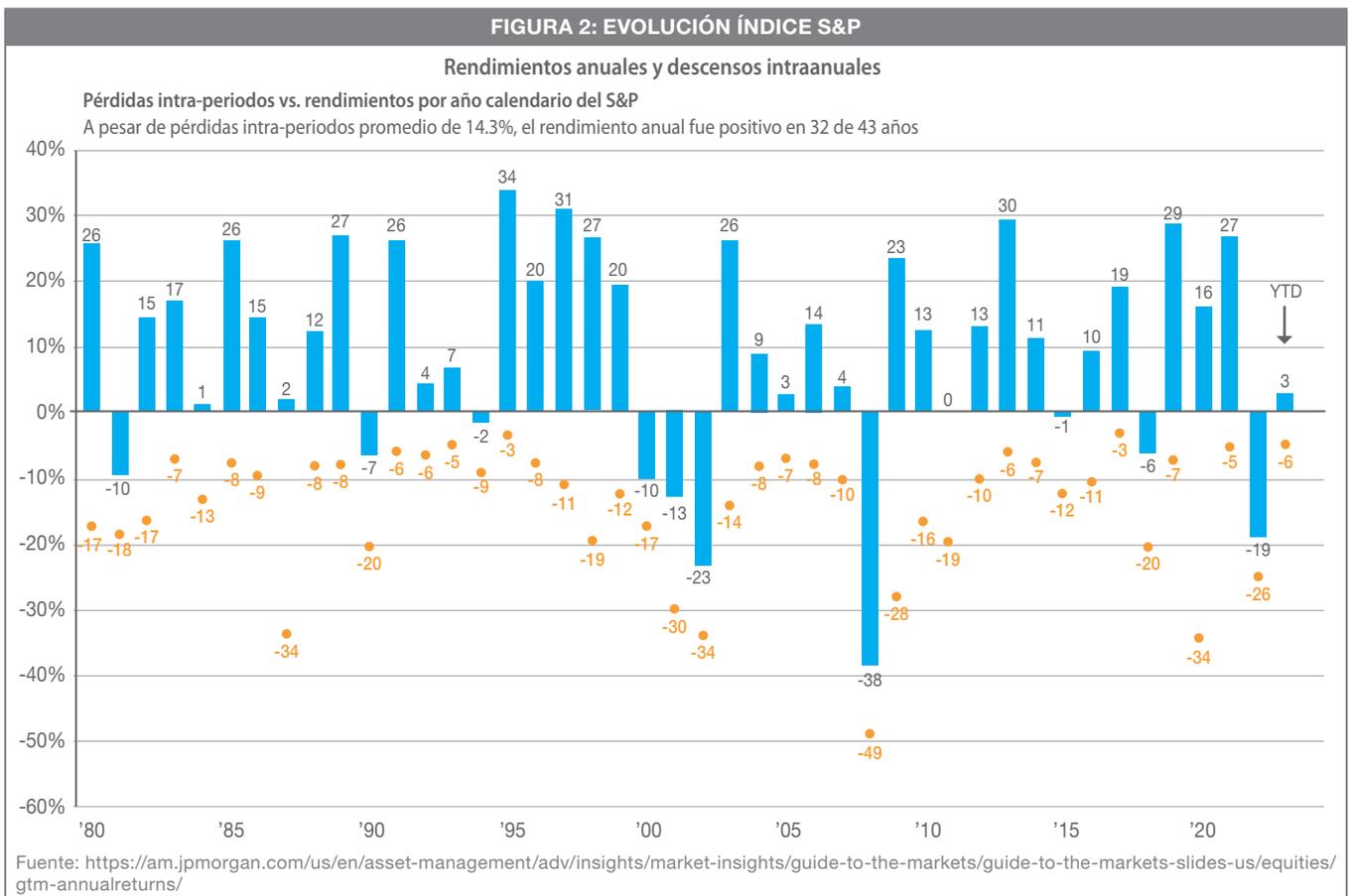
⁵ Se refiere a las medidas para aumentar la oferta de dinero en circulación en una economía.



En lo referente al mercado accionario internacional, en la Figura 2 se muestran las caídas que durante el 2022 tuvo el índice S&P 500⁶. 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.

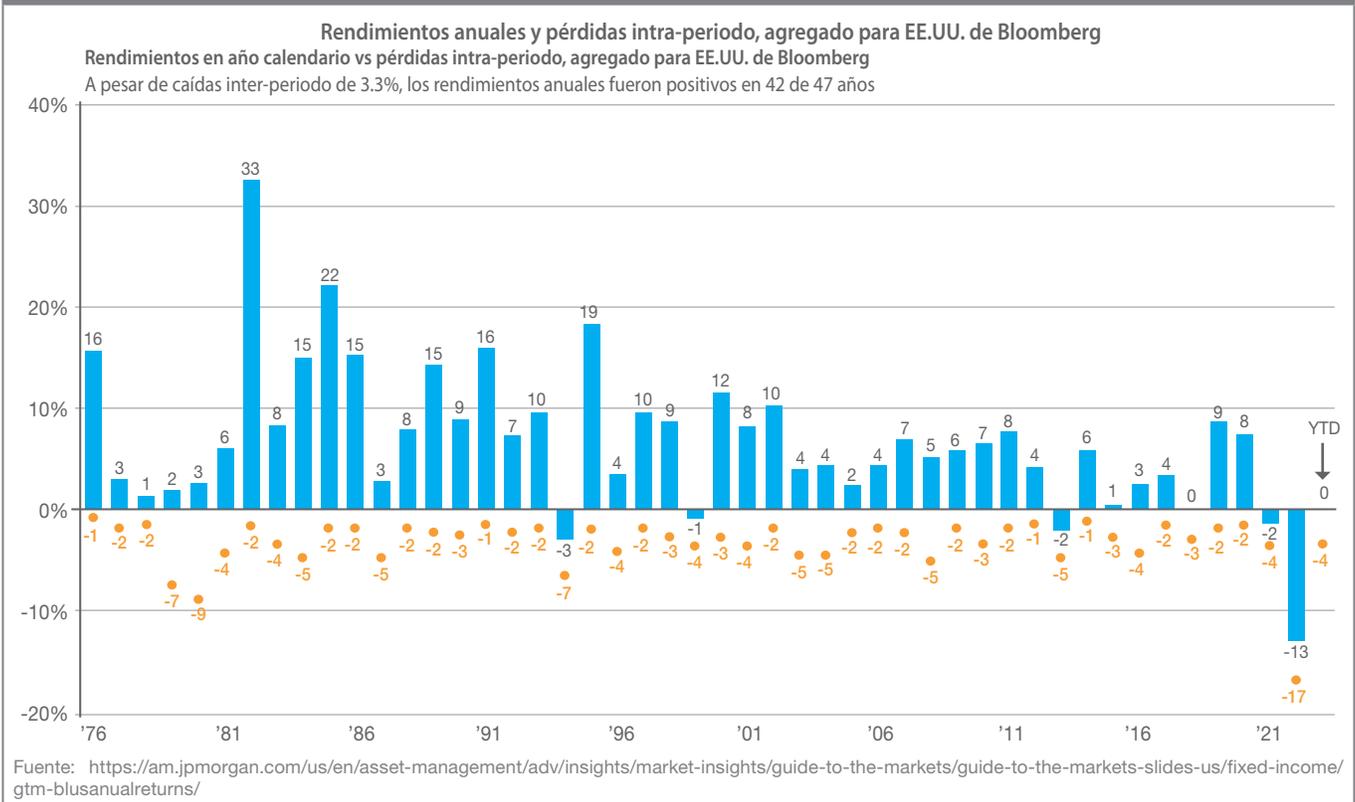
En cuanto al rendimiento de los bonos en los mercados internacionales, en el 2022 se presentó una condición nunca vista, según se puede evidenciar en la siguiente figura, basado en el índice *Bloomberg U.S. Aggregate*⁷, en el cual se destaca la significativa caída presentada en la rentabilidad de los 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 esta Figura 3:



⁶ Es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos, y se le considera el índice más representativo de la situación real del mercado, ya que incluye las 500 empresas de este país seleccionadas por su tamaño, liquidez y representatividad por actividad económica, incluyendo 400 industriales, 20 del sector transporte, 40 de servicios y 40 financieras..(<https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/sp-t-1179#:~:text=El%20%C3%ADndice%20Standard%20%26%20Poor%C2%B4,de%20servicios%20y%2040%20financieras.>)

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)

FIGURA 3: COMPORTAMIENTO DEL BLOOMBERG U.S. AGGREGATE



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.

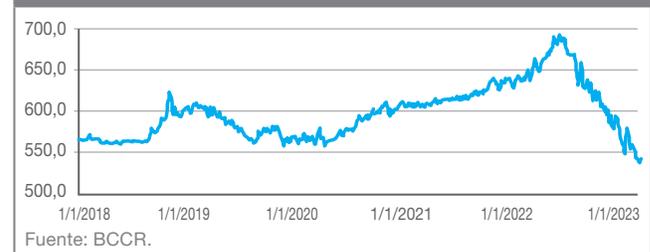
Mercado financiero local

A nivel nacional la historia no ha sido diferente, dado que, para reducir los efectos inflacionarios, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) también ha aplicado una política monetaria restrictiva, por lo que incrementó sistemáticamente la tasa de política monetaria⁸ 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 la Figura 4:

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 la Figura 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.

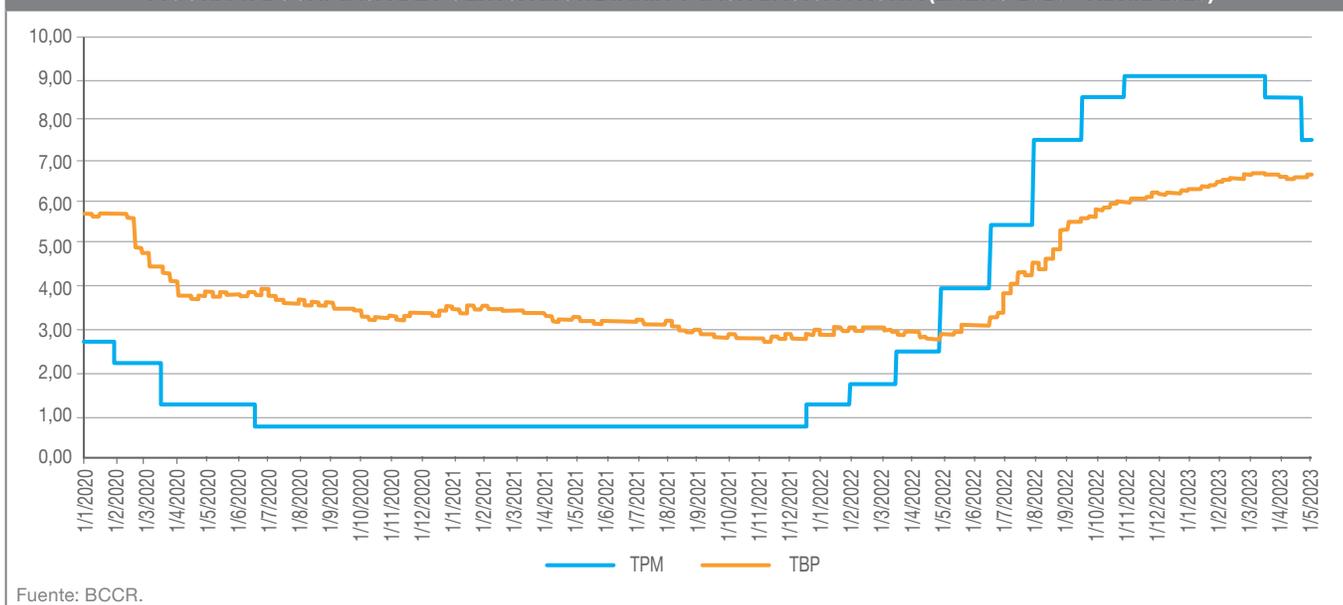
FIGURA 5. BCCR: TIPO DE CAMBIO DE COMPRA (ENERO 2018 – MARZO 2023)



Todos los elementos anteriores de los mercados internacionales y local han incidido en una crisis de naturaleza imprevisible y sin precedentes en las últimas

⁸ Es la tasa de interés que cobra el Banco Central en sus préstamos a un día plazo en el Mercado Interbancario de Dinero. Se trata del principal instrumento de política monetaria que tiene el Central en su esquema de metas de inflación, y es el que define el corredor de tasas de crédito y depósitos que tiene la institución.

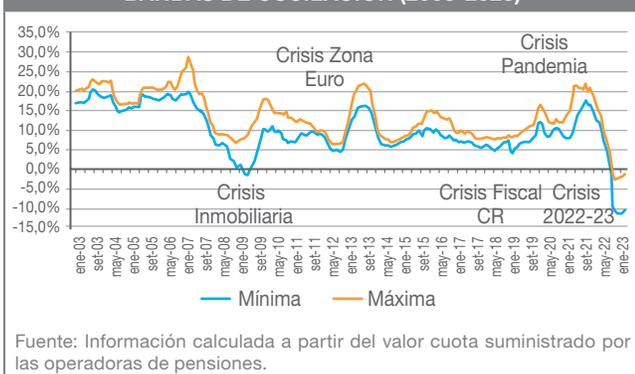
FIGURA 4. BCCR: TASA DE POLÍTICA MONETARIA Y TASA BÁSICA PASIVA (ENERO 2020 - ABRIL 2023)



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 la Figura 6 siguiente.

FIGURA 6. ROP: RENDIMIENTOS ANUALES. BANDAS DE OSCILACIÓN (2003-2023)



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 1:

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, 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 periodos 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 periodos de minusvalía que eventualmente son compensados por altos rendimientos.

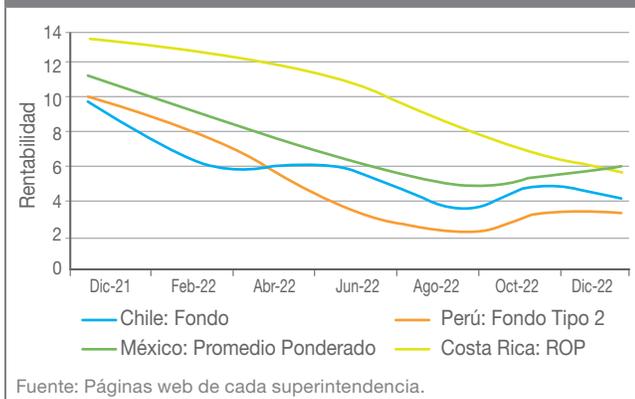
TABLA 1: RENTABILIDAD NOMINAL DEL ROP POR OPERADORA Y POR MES (ENERO 2022 A FEBRERO 2023)

Mes	BAC SJ Pensiones			BCR-Pensión			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	10,60	9,88	12,21	10,13	10,00
mar-22	12,09	9,72	10,07	11,75	9,73	9,84	11,75	10,00	10,18	12,51	9,91	10,58	13,47	10,56	9,90	12,11	10,06	10,02
abr-22	11,90	9,70	10,13	11,61	9,69	9,91	11,73	9,99	10,31	12,30	9,84	10,72	13,18	10,66	10,08	11,93	10,7	10,13
may-22	11,38	9,31	10,04	11,10	9,47	9,88	10,73	9,55	10,20	11,56	9,30	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	9,50	10,15	11,30	9,26	10,60	11,70	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	9,76	10,56	9,57	9,95
ago-22	9,44	8,49	9,48	9,23	8,80	9,42	9,37	9,10	9,85	10,34	8,80	10,25	11,65	10,13	9,86	10,13	9,35	9,81
set-22	6,66	7,10	8,70	7,70	8,03	9,00	7,16	7,89	9,20	8,40	7,87	9,70	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	9,30	7,70	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	7,22	8,41	8,73	7,36	8,36	9,00
dic-22	4,56	6,46	7,87	6,03	7,58	8,46	5,45	7,44	8,52	7,15	7,44	8,90	6,76	8,13	8,37	7,14	8,33	8,74
ene-23	3,99	6,21	7,50	5,60	7,44	8,23	5,02	7,31	8,21	6,67	4,14	8,49	6,04	7,84	8,04	6,72	8,17	8,36
feb-23	3,55	6,16	7,25	5,25	7,41	8,05	4,71	7,30	7,98	6,38	7,15	8,27	6,04	8,06	7,93	6,42	8,15	8,10

Fuente: Estadísticas de SUPEN,

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 la Figura 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:

FIGURA 7. RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA: TRES AÑOS. PAÍSES SELECCIONADOS



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.

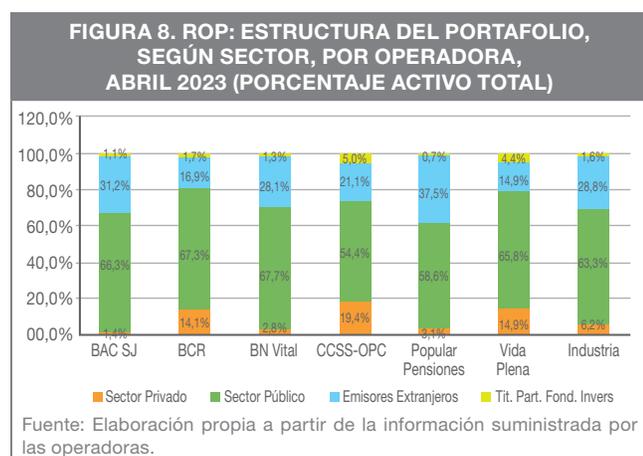
EFECTO DE LA CRISIS DEL 2022 EN LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES

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”, la cual se explicó en los párrafos anteriores, 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 la Figura 8:



Tal como se mencionó anteriormente, las minusvalías contables son consecuencia de la caída de los presiones 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 pensión (más del 70% del valor del ROP), ya que por el incremento en las tasas de interés domésticas y debido a la relación inversa⁹ 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 29%, 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 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 justifica que el porcentaje de inversión internacional sea mucho menor respecto al resto de los países.

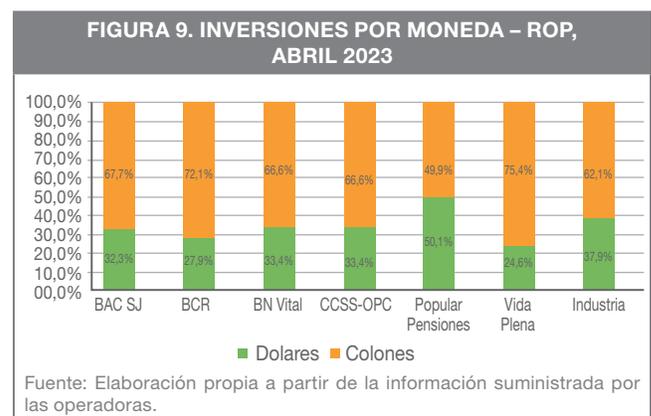
TABLA 2: PORCENTAJE DE INVERSIÓN INTERNACIONAL EN PAÍSES CON FONDOS DE PENSIONES COMPARABLES AL ROP. JUNIO 2022

País	Chile	México	Costa Rica	Perú
Porcentaje	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 la Figura 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 entre alrededor 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%.



⁹ 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.

ANÁLISIS DE LAS ACTUACIONES DE LAS OPERADORAS ANTES Y DURANTE LA CRISIS

Alcances de la responsabilidad de los gestores de los fondos

Es importante tener claro cuáles son los alcances que, según la Ley de Protección al Trabajador, tiene la responsabilidad que puede exigirse a las operadoras de pensiones complementarias. Este tema se encuentra regulado en los artículos 40 y 41 de dicha Ley, que en lo que interesa disponen

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, 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 este 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 dañinos 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).

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 la doctrina que:

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]. (Zunzunegui)

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 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 Nieto (2000):

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 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. 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 profesional⁴, 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 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 2008, 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).

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.

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 (LPT)*, 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 (ROP) y del Fondo de Capitalización Laboral (FCL).

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) 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, conforme al modelo de supervisión que aplica la Superintendencia. Todos estos mecanismos obedecen a esa diligencia que se requiere

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.

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

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 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 Riesgos¹² (MSBR).

Actuaciones de las operadoras en el proceso de inversión antes y durante la crisis

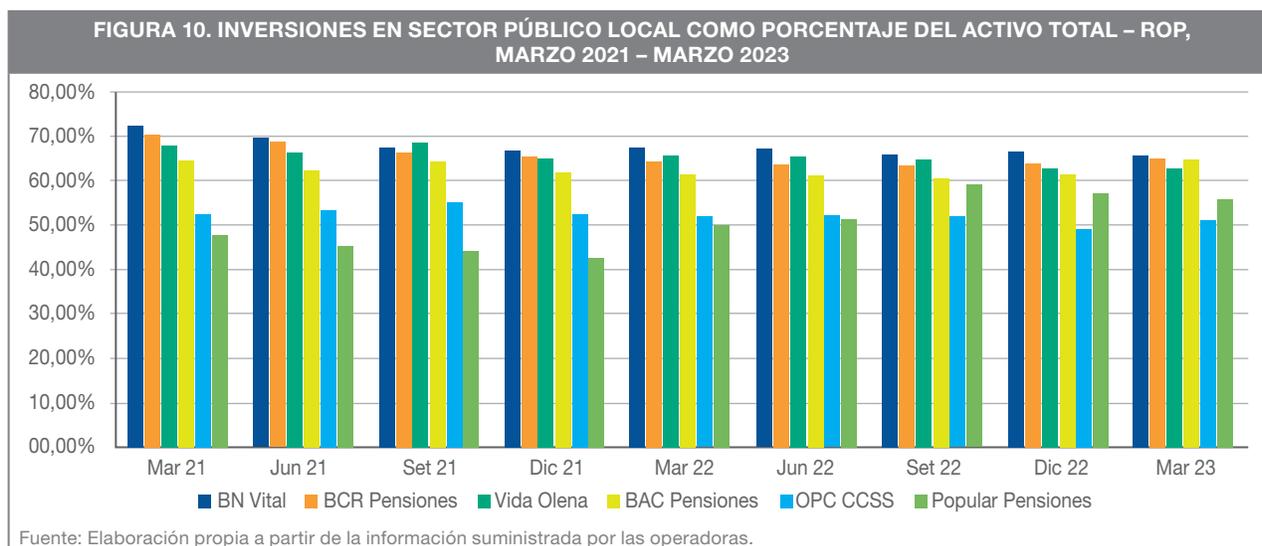
Para realizar este análisis, de seguido se detallan los resultados de los análisis llevados a cabo, tanto en

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 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.

Resultados de la evaluación del cumplimiento de límites normativos

Con base en la información remitida por las operadoras de pensiones, la Superintendencia, calcula los diferentes límites de inversión normativos en forma automatizada, los cuales son insumos para la supervisión. 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 el sector público local (ver Figura 10) 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:



¹² 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.

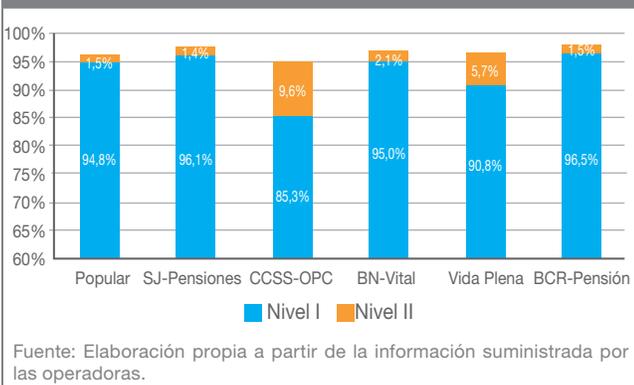
Adicionalmente, el Reglamento de Gestión de Activos creó una estructura para la clasificación de las inversiones de los fondos, en donde estas se pueden realizar en los diferentes tipos de instrumentos, locales e internacionales que se clasifican en tres niveles; de acuerdo con sus características y 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 evidencia que las operadoras han sido cautelosas con estas inversiones, de modo que a noviembre de 2022 no se mantenían inversiones en instrumentos de este nivel, lo cual se muestra en las Figuras 11 y 12, relacionados con la composición del portafolio según el nivel para marzo de 2021 y noviembre de 2022.

FIGURA 11. INSTRUMENTOS PARA LA INVERSIÓN SEGÚN NIVEL – ROP MARZO 2021



FIGURA 12. INSTRUMENTOS PARA LA INVERSIÓN SEGÚN NIVEL – ROP NOVIEMBRE 2022



En dichas figuras 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 a participaciones de fondos de inversión inmobiliarios del mercado costarricense.

En resumen, como resultado del proceso de supervisión que realiza la Superintendencia 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.

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

En la planificación de los recursos de supervisión para los años 2020 y 2021, conforme lo declarado por SUPEN en el Plan Nacional de Desarrollo de esos años, se destinaron los recursos de supervisión a completar en forma progresiva los perfiles de riesgo de las entidades supervisadas, evaluando las *características* y el *desempeño* de cada uno de los componentes de la estructura de gobierno corporativo para la gestión de activos en el 2020 y para las actividades de acumulación, desacumulación y comunicación en el 2021. En este último año, también se evaluó la gestión de activos por medio de la aplicación de las *actividades periódicas de supervisión*, además se dio seguimiento y se evaluó 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 como resultado de la supervisión del 2020.

Como resultado de la supervisión realizada en los periodos descritos, 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 la 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 siguiente).
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, 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, se estimó 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, para la Superintendencia la opción de deshacerse de las posiciones en el exterior para invertirlas localmente hubiera 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, 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, la Superintendencia 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, que no se ha determinado la existencia de un nexo de causalidad entre sus acciones y las minusvalías, por lo tanto, 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 comunicaron¹³ 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.

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 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 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.
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 no es exclusivo de Costa Rica,

¹³ A la fecha de este informe, algunas de estas oportunidades de mejora se encuentran en proceso de comunicación a las entidades supervisadas.

- 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, lo cual refleja prudencia en sus inversiones y que el riesgo asumido es similar al resto de otros países del área.
 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 fundamento 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 dos numerales anteriores, así como el proceso de toma de decisiones seguido por las entidades durante la crisis, se 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, es posible afirmar que, a partir de la información recabada en el proceso de supervisión y la información proporcionada por las operadoras, 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.

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
BCCR:	Banco Central de Costa Rica
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:	Exchange Traded Funds (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

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica. (1998). Ley Reguladora del Mercado de Valores. Ley No 7732. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/normas/nrm_texto_completo.aspx?nValor1=1&nValor2=29302
- Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica. (2000). Ley de Protección al Trabajador. Ley No.7983. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=43957&nValor3=86104&strTipM=TC
- Bloomberg USA Aggregate. (s.f.). *Intrayear declines vs calendar year returns*. <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/guide-to-the-markets-slides-us/fixed-income/gtm-blusanualreturns/>
- Datos macro.com. (s.f.). *Estados Unidos sube sus tipos de interés*. Expansión. <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/usa>
- JP Morgan. (s.f.). *Annual returns and intrayear declines*. <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/guide-to-the-markets-slides-us/equities/gtm-annualreturns/>
- Nieto, A. (2000). *Derecho Administrativo Sancionador*. Tecnos.
- Procuraduría General de la República de Costa Rica, PGR. (2000). Dictamen C-202-2000 de la Procuraduría General de la República.
- Procuraduría General de la República de Costa Rica, PGR. (2003). Dictamen C-180-2003 de la Procuraduría General de la República.
- Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, República de Costa Rica. (2005). Sentencia No. 000584-F-2005 de las diez horas cuarenta minutos del once de agosto del año dos mil cinco.
- Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, República de Costa Rica. (2016). Sentencia 001335-F-S1-2016, de las nueve horas cincuenta y cinco minutos del quince de diciembre de dos mil dieciséis.
- Zunzunegui, F. (2000). *Derecho del mercado financiero*. (2 ed.). Marcial Pons.