



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

El Superintendente de Pensiones, en el ejercicio de las facultades legales contempladas en el literal b) del Art. 13 de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Pensiones, EMITE, el:

INSTRUCTIVO No. SAP-02/2008

INVERSIÓN EN NOTAS ESTRUCTURADAS COMO OTROS INSTRUMENTOS DE OFERTA PÚBLICA PARA EL SISTEMA DE AHORRO PARA PENSIONES

I. OBJETIVO

Establecer lineamientos para la aplicación del Reglamento de Inversiones para el Sistema de Ahorro para Pensiones, por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones, en lo relacionado con las inversiones en notas estructuradas, dentro de la categoría de Otros instrumentos de oferta pública, contemplados en el literal l) del artículo 91 de la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones.

II. BASE LEGAL

La contenida en el literal u) del artículo 5 de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Pensiones, que faculta a dictar las normas técnicas que faciliten la aplicación y ejecución de la Ley y sus respectivos reglamentos; así como el artículo 65 del Reglamento de Inversiones para el Sistema de Ahorro para Pensiones, que establece que para facilitar su aplicación, la Superintendencia emitirá los instructivos necesarios.

III. DENOMINACIONES, DEFINICIONES Y ABREVIATURAS

1. Para los efectos del presente Instructivo, se utilizarán las siguientes denominaciones:

Ley:	Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones.
AFP:	Institución Administradora de Fondos de Pensiones.
SAP:	Sistema de Ahorro para Pensiones.



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

Superintendencia:	Superintendencia de Pensiones.
Acciones:	Partes alícuotas en que está dividido el capital de una sociedad.
Índice Accionario:	Indicador de las variaciones en los precios de un conjunto de acciones, que se utiliza para medir el comportamiento global del mercado de valores o alguno de sus segmentos.
Valores de contenido crediticio:	Instrumentos negociables y transferibles en que existe un compromiso exclusivo del emisor o su garante, de pagar en una o más fechas determinadas, el capital y/o sus intereses, cuando corresponda, pudiendo estos últimos determinarse en función de una tasa de interés fija o variable. Si la tasa es variable, debe estar referida a una tasa conocida e informada, como por ejemplo, la LIBOR. Además, los pagos efectuados por estos instrumentos deberán tener como única fuente u origen el capital adeudado y los correspondientes intereses.
Fondos de Inversión abiertos o Fondos Mutuos:	Patrimonio constituido por los aportes de diversos inversionistas, denominados partícipes, administrado por una Sociedad Gestora responsable de su gestión y administración. Los Fondos abiertos corresponden a fondos “open end fund”, en cuyo caso se pueden rescatar las cuotas directamente del emisor.
Fondos de Inversión cerrados:	Patrimonio constituido por los aportes de diversos inversionistas, denominados partícipes, administrado por una Sociedad Gestora responsable de su gestión y administración. Los Fondos cerrados corresponden a fondos “close end fund”, es decir, aquellos en que no se pueden rescatar las cuotas directamente con el fondo emisor de dichas cuotas.
Estructurador:	Entidad, nacional o extranjera, que es la responsable de determinar las características de los valores que regula el presente Instructivo. El Estructurador puede ser Emisor y/o Garante de la emisión.
Emisor:	Entidad, nacional o extranjera, que realiza la emisión de los valores que regula el presente Instructivo y



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

	que tendrá las responsabilidades que se indiquen en las características de los citados valores.
Garante:	Entidad, nacional o extranjera, que garantiza el pago del capital de los valores que regula el presente Instructivo. Puede también garantizar el pago de los rendimientos.
Notas estructuradas:	Valores de contenido crediticio negociables, indexado al retorno obtenido por un determinado activo subyacente.

IV. NOTAS ESTRUCTURADAS EMITIDAS POR ENTIDADES NACIONALES Y EXTRANJERAS.

- 1) Las inversiones en notas estructuradas se considerarán dentro del literal l) del artículo 91 de la Ley, correspondiente a “Otros instrumentos de oferta pública”.
- 2) De conformidad a los artículos 89, literal c), 91 y 96 de la Ley, las notas estructuradas deberán cumplir los requisitos de estar inscritas y ser transadas en una bolsa de valores nacional, asentadas en el Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia de Valores de conformidad con la Ley del Mercado de Valores, contar con dos calificaciones de riesgo emitidas por entidades dedicadas a tal actividad y que se encuentren asentadas en el Registro antes mencionado y que las calificaciones cumplan con la clasificación mínima establecida por la Comisión de Riesgo.
- 3) Las notas estructuradas en que se inviertan los recursos de los Fondos de Pensiones, además, deberán cumplir las siguientes características:
 - a) Contar con protección del capital, es decir, que el emisor o garante de las notas estructuradas, deberá asegurar el pago del cien por ciento del capital al vencimiento, así como el pago del rendimiento generado por el activo subyacente, cuando éste haya generado dicho rendimiento.
 - b) Las entidades estructuradoras podrán ser bancos nacionales o entidades financieras extranjeras que cuenten como mínimo con cinco años de experiencia en la estructuración de notas estructuradas y contar con, al menos, una clasificación de riesgo igual o superior a la categoría “A”, en el caso de deuda a largo plazo y Nivel 2 (N-2) ó F-2 ó equivalente, si se trata de



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

instrumentos de corto plazo. La clasificación de riesgo exigida deberá haber sido otorgada por entidades autorizadas a operar en El Salvador para el caso de bancos nacionales y por entidades clasificadoras internacionales de reconocido prestigio si se trata de entidades financieras extranjeras, de conformidad al anexo número 3.

- c) La moneda en que deberán estar expresadas las notas estructuradas, así como el rendimiento y el pago de los mismos, será Dólares de los Estados Unidos de América.
 - d) El plazo máximo de vencimiento de este tipo de instrumento, desde la emisión o la fecha de compra, no deberá exceder de diez años.
- 4) Las AFP no podrán adquirir, con recursos del Fondo de Pensiones que administran, valores, donde se incluyen las notas estructuradas, emitidos o garantizados por personas jurídicas relacionadas directas o indirectamente con la propiedad o administración de la AFP, de conformidad con el artículo 99 de la Ley. No obstante lo anterior, podrán invertir en Certificados de Depósito y Valores, donde se incluyen las notas estructuradas, emitidos por bancos y financieras relacionados, hasta por un total del diez por ciento del activo del Fondo, a su vez, la inversión no deberá exceder el cinco por ciento del activo del banco o financiera, el que sea mayor, y siempre que esté cumpliendo el resto de límites de inversión, de conformidad a lo establecido en el inciso cuarto del referido artículo.
- 5) Los tipos de activos subyacentes a los que podrán estar indexadas las notas estructuradas corresponderán a acciones, índices accionarios, valores de contenido crediticio y fondos de inversión o fondos mutuos, debiendo observarse las condiciones establecidas en los numerales siguientes, las que deberán quedar claramente establecidas en el prospecto de emisión de la nota u otro documento que contenga los términos y condiciones particulares de la emisión.
- 6) Para el caso de notas estructuradas indexadas a acciones, estas últimas deberán corresponder a aquellas acciones de sociedades y entidades bancarias extranjeras, cuyo emisor realice oferta pública de dichos valores, en alguno de los siguientes mercados:
- a) New York Stock Exchange (NYSE);
 - b) London Stock Exchange



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

- i) Main Market;
 - c) Deutsche Börse A.G.–Frankfurter Wertpapierbörse (Bolsa de Frankfurt);
 - d) Tokyo Stock Exchange (TSE)
 - i) First section
- 7) Si se trata de índices accionarios, deberán corresponder a los detallados en el anexo número 1 del presente Instructivo y que tengan difusión diaria en los sistemas de información financiera Bloomberg L. P. y/o Reuters.

La Superintendencia podrá autorizar otros índices accionarios previo análisis, incluyéndolos en el referido anexo.

- 8) En el caso de notas indexadas a valores de contenido crediticio, es decir, títulos de deuda o bonos, estos últimos deberán estar expresados en Dólares de los Estados Unidos de América y contar con información sobre cotizaciones de precios o tasas de rendimiento proporcionados por entidades del mercado secundario extranjero de conformidad al romano V del presente Instructivo, difundidos en los sistemas de información financiera Bloomberg L. P. y/o Reuters.

Los valores extranjeros de contenido crediticio elegibles deberán corresponder a:

- a) Valores de contenido crediticio emitidos o garantizados por Estados extranjeros y bancos centrales extranjeros o sus equivalentes;
- b) Valores de contenido crediticio emitidos o garantizados por organismos financieros internacionales;
- c) Valores de contenido crediticio emitidos o garantizados por entidades bancarias extranjeras;
- d) Valores de contenido crediticio emitidos por sociedades extranjeras.

Los valores nacionales de contenido crediticio elegibles corresponderán a:

- a) Valores de contenido crediticio emitidos por el Estado de El Salvador.



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

- 9) Si el activo subyacente son cuotas de participación emitidas por Fondos de Inversión cerrados extranjeros, deberán transarse en una o más bolsas de valores que cumplan con los requisitos establecidos en el romano V de este Instructivo, para calificar como mercado secundario extranjero elegible y contar con cotizaciones de precios diarios en los sistemas de información financiera Bloomberg L. P. y/o Reuters.

Si el activo subyacente son cuotas de participación emitidas por Fondos de Inversión abiertos o Fondos Mutuos extranjeros, las cuotas deberán contar con rescate, al menos, semanal y cotización de precios diario disponibles en los sistemas de información financiera Bloomberg L. P. y/o Reuters y cumplir los siguientes requisitos:

- La clasificación de riesgo soberano que tenga el país donde esté constituido el fondo mutuo, la sociedad administradora del mismo y su matriz, deberá ser, al menos, Categoría “A” para el largo plazo. La clasificación de riesgo soberano exigida deberá haber sido otorgada por una entidad clasificadora internacional de reconocido prestigio, de conformidad al anexo número 3.
- El fondo mutuo, la sociedad administradora del mismo y su matriz deberán estar registradas y fiscalizadas por los organismos reguladores estatales de los países en los cuales se encuentren constituidos.

Se excluyen como activos subyacentes, Fondos de Cobertura o Hedge Funds, Fondos de Inversión para capital de riesgo, Fondos que inviertan en mercados de bienes raíces e hipotecas y Fondos que inviertan en bonos de alto riesgo.

- 10) Los gastos de comisiones, asesorías, administración, adquisición, enajenación y cualquier otro análogo, originados por la inversión en Notas estructuradas, serán a cargo de la AFP.
- 11) La AFP será responsable de verificar que las Notas estructuradas en que se inviertan los recursos de los Fondos de Pensiones, cumplan con los requisitos establecidos en el presente romano.

V. MERCADOS SECUNDARIOS EXTRANJEROS

Se entenderá por mercado secundario extranjero elegible para efectos del presente Instructivo, a los siguientes:



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

- 1) Bolsas de Valores debidamente reconocidas, fiscalizadas e inscritas, cuando corresponda, en los mercados extranjeros correspondientes y que cumplan los requisitos del presente numeral.

Las referidas bolsas podrán ser de tipo convencional, como New York Stock Exchange o bien, puramente electrónicas, como por ejemplo NASDAQ, y deberán estar localizadas en países que cuenten con clasificación de riesgo soberano vigente igual o superior a la categoría “A”, para instrumentos de largo plazo en moneda extranjera, o en moneda local de largo plazo, de no existir clasificación para emisiones en moneda extranjera. La clasificación de riesgo soberano exigida deberá haber sido otorgada por, al menos, dos entidades clasificadoras internacionales de reconocido prestigio, de conformidad al anexo número 3, considerándose para estos efectos, la categoría de más alto riesgo que cualquier entidad clasificadora hubiere asignado al país respectivo. Estas bolsas deberán contar con un reglamento interno o su equivalente y exigencias mínimas para la inscripción y transacción de títulos y con sistemas electrónicos de información en tiempo real.

- 2) Intermediarios: éstos corresponden a agentes de valores y corredores de bolsa (“brokers” y “dealers”), debidamente inscritos y autorizados en sus respectivos mercados por el organismo regulador estatal.

Estos intermediarios podrán ser tanto aquellos que actúan en bolsas oficiales como fuera de ellas (mercados sobre el mostrador u “over the counter”) y deberán corresponder a personas jurídicas, sometidas a fiscalización y con requerimientos de capital mínimo relativos, tanto a sus patrimonios como al tipo de operaciones que efectúen. Tales intermediarios deberán tener acceso a sistemas electrónicos de información en tiempo real respecto del precio de los instrumentos financieros que negocien, y deberán operar en mercados de países que cuenten con clasificación de riesgo soberano vigente igual o superior a la categoría “A”, para instrumentos de largo plazo en moneda extranjera, o en moneda local de largo plazo, de no existir clasificación para emisiones en moneda extranjera. La clasificación de riesgo soberano exigida deberá haber sido otorgada por, al menos, dos entidades clasificadoras internacionales de reconocido prestigio, de conformidad al anexo número 3, considerándose para estos efectos, la categoría de más alto riesgo que cualquier entidad clasificadora haya asignado al país respectivo.

- 3) Bancos autorizados para captar dinero del público y/o intermediar valores tanto para sí, como para terceros, y que para sí mismos o para los títulos que



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

emitan, cuenten con clasificación de riesgo de corto plazo no inferior a N-1 ó F-1 ó equivalente y de “A”, para el largo plazo. La clasificación de riesgo exigida deberá haber sido otorgada por al menos dos entidades clasificadoras internacionales de reconocido prestigio, de conformidad al anexo número 3, considerándose para estos efectos, la categoría de más alto riesgo que cualquier entidad clasificadora le haya asignado.

La verificación de los requisitos establecidos en este romano, corresponderá a la AFP, la cual será responsable de proporcionar la información que requiera la Superintendencia de Pensiones.

VI. VALORACIÓN DE NOTAS ESTRUCTURADAS

Las notas estructuradas deberán contar con al menos un contribuidor de precios que proporcionará cotizaciones de precios de compra (bid price) y de venta (offer price), a las AFP y a la Superintendencia de Pensiones, con frecuencia diaria, además de difundirlos en sistemas de información como Bloomberg y/o Reuters. El contribuidor de precios deberá ser el emisor de la nota estructurada; o corresponder a una entidad miembro del mercado secundario extranjero, definido en el romano V de este Instructivo; o una firma especializada en valuación de instrumentos financieros, registrada y autorizada por la autoridad reguladora del país donde opere. El compromiso de proporcionar precios deberá ser incluido en el prospecto de la nota u otro documento que contenga los términos y condiciones particulares de la emisión.

La AFP que haya invertido en una determinada nota estructurada, deberá obtener mensualmente de la entidad proveedora de precios de la respectiva nota, el detalle del cálculo del último precio informado en el mes, incluyendo los supuestos sobre tasas de descuento y volatilidad de los activos subyacentes del componente variable. El informe deberá ser entregado a la AFP, a más tardar, el día 10 ó hábil siguiente de cada mes, y deberá contener, al menos, la información señalada en el anexo número 2.

El prospecto de emisión, en el cual se detallen las condiciones particulares de la nota estructurada, deberá incluir el algoritmo de cálculo del precio de la nota, considerando los componentes que se incluyen en la misma, identificando los elementos que intervienen.

VII. Vigencia.



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

El presente Instructivo entrará en vigencia a partir de esta fecha.

Superintendencia de Pensiones, en la ciudad de San Salvador, a los dos días del mes de septiembre de dos mil ocho.

VÍCTOR ANTONIO RAMÍREZ NAJARRO
Superintendente de Pensiones
DMR



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

ANEXO NÚMERO 1. Índices Accionarios Permitidos.

PAIS/ZONA/EMISOR	INDICE
Alemania	DAX (Índice de la Bolsa de Frankfurt)
Australia	S&P/Australian Stock Exchange 200 (Índice de la Bolsa de Australia)
Canadá	S&P/TSX Composite (Índice de la Bolsa de Toronto)
Estados Unidos	Dow Jones Industrial Average Dow Jones Global Titans 50 NYSE Composite NASDAQ Composite S&P 500 Russell 2000 Russell 3000
España	IBEX 35 (Índice de la Bolsa de España)
Francia	CAC-40 (Índice de la Bolsa de París)
Holanda	AEX (Índice de la Bolsa de Amsterdam)
Hong Kong	Hang Seng Index (Índice de la Bolsa de Hong Kong)
Italia	S&P/MIB (Índice de la Bolsa de Italia))
Japón	NIKKEI 225 (Índice de la Bolsa de Tokio) TOPIX Core 30 (Índice de la Bolsa de Tokio) TOPIX Large 70 (Índice de la Bolsa de Tokio) TOPIX 100 (Índice de la Bolsa de Tokio)
México	IPC (Índice de Precios y Cotizaciones) Bolsa Mexicana de Valores
Reino Unido	FTSE 100 (Índice de la Bolsa de Londres)
Suecia	OMX Stockholm 30 (Índice de la Bolsa de Estocolmo)
Suiza	SMI (Índice de la Bolsa de Suiza)
Eurozona	Dow Jones Euro Stoxx 50
FTSE	Macquarie Global Infrastructure Index 100 (Dólar)



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

MSCI	MSCI World. MSCI World Free MSCI North America MSCI Europe MSCI Pacific MSCI EMU (European Economic and Monetary Union) MSCI EM Europe MSCI EM Latin America MSCI EM Asia
BNP Paribas	Spectrum Long/Short



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

ANEXO NÚMERO 2: Información Mensual de Cotización de Precios de Notas estructuradas Extranjeras Enviada por Contribuidores de Precios.

Contribuidor de Precio:

Nombre de la firma que difunde los precios y que preparó el informe.

Remitente:

Nombre de la persona perteneciente a la firma Contribuidora de Precios responsable del informe.

Nombre AFP:

Nombre completo de la AFP destinataria del Informe.

Fecha:

Fecha del informe, indicando mes, día, año.

Nombre del emisor:

Nombre del emisor de la nota estructurada.

Serie o Clase (si corresponde):

Se deberá especificar la serie de la nota, en caso de haber más de una.

Nemotécnico Bloomberg (Ticker) o Reuters (RIC):

Código nemotécnico con el cual el instrumento se identifica en los sistemas. En el caso de Bloomberg, será el Ticker Symbol y en el caso de Reuters el RIC. Se deben informar ambos códigos en caso que se difunda en los dos sistemas de información.

Fecha de Valoración:

Fecha para la que corresponde la valoración. Indicar el mes, día, año.

Precio Bid:

Precio de compra o "Bid Price", con dos decimales.

Precio Offer:

Precio de venta u "Offer Price", cifra con dos decimales.

Spread:

Diferencial entre precios Bid y Offer, expresado en puntos porcentuales.

Activo subyacente:



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

Activo que genera el retorno variable de la nota. Se debe individualizar con su código ISIN u otro código internacional.

Componente Renta Fija del Precio Bid:

Valor del componente de renta fija, para el precio de compra del contribuidor.

Componente Renta Variable del Precio Bid:

Valor del componente variable al que está indexada la nota, para el precio de compra del contribuidor.

Tasa de interés de descuento:

Tasa de interés implícita empleada para valorar los componentes de la nota.

Volatilidad implícita Activo subyacente:

Valor de la volatilidad del activo subyacente empleada en el precio Bid. Valor expresado como un porcentaje anual.

Otros:

Se deberá informar otras variables que en opinión del contribuidor de precios sean relevantes.



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO
 SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.
 TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

ANEXO NÚMERO 3: Equivalencias de Clasificación de Riesgo de Sociedades Extranjeras.

I. Clasificación de largo plazo:

Standard & Poor's	Moody's	Fitch
AAA	Aaa	AAA
AA+	Aa1	AA+
AA	Aa2	AA
AA-	Aa3	AA-
A+	A1	A+
A	A2	A
A-	A3	A-
BBB+	Baa1	BBB+
BBB	Baa2	BBB
BBB-	Baa3	BBB-
BB+	Ba1	BB+
BB	Ba2	BB
BB-	Ba3	BB-
B+	B1	B+
B	B2	B
B-	B3	B-
CCC+	Caa1	CCC+
CCC	Caa2	CCC
CCC-	Caa3	CCC-
CC	Ca	CC+ CC CC-
C	C	C+ C C-
D		DDD DD D

II. Clasificación de corto plazo



SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, C.A.

TELEFONO (503) 2281-2444 • Web: <http://www.ssf.gob.sv>

Standard & Poor's	Moody's	Fitch
A-1+		F-1+
A-1	P-1	F-1
A-2	P-2	F-2
A-3	P-3	F-3
B	NP	B
C		C
D		D