Imagen que contiene señal, dibujo, reloj

Descripción generada automáticamente

División de Planificación y Normativa

Estudio Técnico[[1]](#footnote-2)

Fondos Generacionales

Resumen

Este documento presenta las consideraciones técnicas que la Superintendencia de Pensiones ha analizado para la formulación de la propuesta de reforma a la administración del Régimen Obligatorio de Pensiones (ROP), con el propósito de que su esquema de gestión se ordene por la edad de la población afiliada, buscando obtener para los afiliados y pensionados mejores rendimientos y por ende tasas de remplazo superiores, además de mayor protección a los saldos en la vejez.

Contenido

[Definiciones 4](#_Toc144396516)

[Introducción 5](#_Toc144396517)

[Capítulo 1: Antecedentes generales y experiencias similares en otros países 7](#_Toc144396518)

[1.1. ¿Qué son multifondos? 7](#_Toc144396519)

[1.2. ¿Qué son fondos de fecha objetivo (TDF)? 7](#_Toc144396520)

[1.3. ¿Cuál es la diferencia entre multifondos y TDF? 7](#_Toc144396521)

[1.4. ¿Cuál ha sido la experiencia internacional? 9](#_Toc144396522)

[1.4.1. Chile 9](#_Toc144396523)

[1.4.2. Colombia 9](#_Toc144396524)

[1.4.3. México 10](#_Toc144396525)

[1.4.4. Estados Unidos 10](#_Toc144396526)

[1.4.5. Reino Unido 11](#_Toc144396527)

[1.4.6. Tendencias en la región 11](#_Toc144396528)

[Capítulo 2: El ROP y el objetivo del proyecto 12](#_Toc144396529)

[2.1. Objetivo del proyecto 12](#_Toc144396530)

[2.2. Objetivos específicos 13](#_Toc144396531)

[2.3. Principios orientadores del proyecto 13](#_Toc144396532)

[2.4. Consideración adicional 14](#_Toc144396533)

[Capítulo 3: Proceso de selección de la propuesta para el proyecto 15](#_Toc144396534)

[Capítulo 4: Propuesta de diseño de fondos generacionales 18](#_Toc144396535)

[4.1. Segmentación de las generaciones 18](#_Toc144396536)

[4.2. Transición a lo largo del tiempo 20](#_Toc144396537)

[4.3. Posibilidad de cambio de generación por parte del afiliado 21](#_Toc144396538)

[4.4. Manejo operativo y contable 23](#_Toc144396539)

[4.5. Manejo de la liquidez 24](#_Toc144396540)

[4.6. Implementación progresiva 24](#_Toc144396541)

[4.7. Trabajo de coordinación con el medio 25](#_Toc144396542)

[4.8. Separación en la custodia 25](#_Toc144396543)

[Capítulo 5: Inversiones por etapa de vida 25](#_Toc144396544)

[5.1. Tipos de activos permitidos 25](#_Toc144396545)

[5.2. Experiencia internacional en las inversiones 26](#_Toc144396546)

[5.3. Funcionamiento de los límites de los fondos generacionales 28](#_Toc144396547)

[5.5. Trayectoria de inversión en fondos generacionales 29](#_Toc144396548)

[5.6. Límites de inversión propuestos 31](#_Toc144396549)

[5.7. Gestión de riesgos financieros 32](#_Toc144396550)

[Capítulo 6: Beneficios y costos asociados a la propuesta 34](#_Toc144396551)

[6.1. Beneficios 34](#_Toc144396552)

[6.1.1 Aumento en la tasa de remplazo 34](#_Toc144396553)

[6.1.2. Simplificación de la regulación de inversiones 35](#_Toc144396554)

[6.1.3. Selección de la alternativa de implementación 35](#_Toc144396555)

[6.1.4. Libre transferencia 35](#_Toc144396556)

[6.2. Costos 37](#_Toc144396557)

[6.2.1. Costo para los afiliados (comisiones) 37](#_Toc144396558)

[6.2.2. Efecto sobre los resultados operativos en las entidades administradoras 38](#_Toc144396559)

[Capítulo 7: Riesgos asociados a la propuesta 41](#_Toc144396560)

[7.1. Transición demográfica que afecte la apertura de nuevos fondos por década 41](#_Toc144396561)

[7.2. Nuevas crisis financieras 41](#_Toc144396562)

[Bibliografía 42](#_Toc144396563)

[Anexos 43](#_Toc144396564)

# Definiciones

AFP: Administradora de Fondos de Pensiones (término internacional para OPC).

AIOS: Asociación Internacional de Organismos Supervisores de Fondos de Pensiones.

LPT: Ley de Protección al Trabajador.

SUPEN: Superintendencia de Pensiones.

ROP: Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias.

OECD: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, por sus siglas en ingles.

OPC: Operadora de Pensiones Complementaria.

RGA: Reglamento de Gestión de Activos.

ROE: Retorno sobre Patrimonio, por sus siglas en inglés.

SICERE: Sistema Centralizado de Recaudación.

TDF: Fondos de Fecha Objetivo, por sus siglas en inglés.

TSP: Thrift Savings Plan (Fondo de pensiones de servicio civil en Estados Unidos).

# Introducción

La Superintendencia de Pensiones (SUPEN) presenta el proyecto de fondos generacionales como propuesta de mejora al Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias (ROP).

El objetivo que persigue el supervisor con esta propuesta es proponer los ajustes regulatorios para transformar la administración del ROP[[2]](#footnote-3), con el fin de obtener una mayor pensión, mediante la separación del fondo según la edad de los afiliados y pensionados, ajustando gradualmente la asignación estratégica de activos[[3]](#footnote-4). Esta separación es llamada fondos generacionales.

Se pretende con los fondos generacionales posibilitar el aumento de la tasa de remplazo[[4]](#footnote-5) a que tendrán acceso los afiliados, mediante estrategias de inversión que consideren su tiempo de permanencia en el fondo de pensiones, procurando maximizar los rendimientos de los portafolios, teniendo como norte la seguridad económica de los afiliados[[5]](#footnote-6).

Los fondos generacionales aquí propuestos son una adaptación de los fondos de *fecha objetivo* (*target date funds -TDF-* por su nombre en inglés), los cuales pretenden tener “*al final de la vida una estrategia que se ha ajustado a lo largo de los años, con el objetivo de maximizar los saldos de los trabajadores en función del momento de pensión”* (Vereckey, 2022), es decir, los TDF concentran la atención en el desempeño de las inversiones a una fecha focal futura, procurando que las generaciones jóvenes, puedan disfrutar de estrategias de inversión cuyos instrumentos generen mayores rendimientos, con una mayor volatilidad, y que, por su plazo a pensionarse, les sea posible recuperar eventuales caídas en los rendimientos. Por su parte, para las generaciones próximas a la fecha de pensión, se tendrán otras estrategias de inversión, donde el objetivo será reducir paulatinamente la relación riesgo-rendimiento, reduciendo las oscilaciones que puedan afectar el monto de las prestaciones por pensión.

Hoy en día las operadoras tienen una sola estrategia de inversión en el ROP para todos sus afiliados[[6]](#footnote-7), sin distingo de sus condiciones, sean ellos jóvenes o cercanos a pensionarse. Actualmente, existe un único portafolio de inversiones, situación que pone a los gestores de pensiones en un dilema: por un lado, procurar que los saldos crezcan y, por otra, que no se tengan variaciones en los saldos que pongan en riesgo los intereses de los trabajadores de mayor edad. Por tanto, se requiere rediseñar el marco de gestión actual de las inversiones del ROP.

La transformación del ROP aquí propuesta es el resultado de un proceso de investigación por parte del supervisor y coordinado con el sector de operadoras de pensiones, que da como resultado una serie de ajustes al diseño del régimen complementario de pensiones costarricense, que ha tenido como base los siguientes criterios orientadores: maximización de beneficios para los afiliados con estrategias diferenciadas; búsqueda del menor tiempo de implementación de la propuesta, selección de la alternativa con el menor impacto en las operaciones de las entidades; mayor control en la gestión de los portafolios en función de instrumentos que se adapten al desempeño de los mercados financieros; y un análisis de los plazos de implementación en función de la recuperación posterior a la crisis financiera recientemente experimentada.

Este documento expone los resultados de las consideraciones técnicas que justifican la reforma aquí presentada. El capítulo 1 presenta los antecedentes sobre los que se formuló esta iniciativa. El capítulo 2 detalla el objetivo del proyecto, así como los principios rectores con los que se ha construido. En el capítulo 3 se encuentra el marco general con el que se construyó el proyecto. En el capítulo 4 se detalla la propuesta de transformación del ROP hacia fondos generacionales, poniendo énfasis en los cambios que deben implementarse. El capítulo 5 analiza el diseño del proceso de inversiones que deben seguir los gestores de fondos de pensión para la adecuada implementación de los fondos generacionales. En el capítulo 6 se analizan los beneficios esperados de la propuesta[[7]](#footnote-8), así como sus costos asociados, de tal manera que pueda hacerse un balance que perfile el valor agregado del proyecto y la necesidad de su pronta implementación. Finalmente, en el capítulo 7 se analizan los principales riesgos que esta propuesta enfrenta para lograr el éxito previsto.

# Capítulo 1: Antecedentes generales y experiencias similares en otros países

Esta sección cubre los conceptos clave necesarios para lograr una mejor comprensión de la propuesta de reforma, así como referencias a algunos países que han implementado fondos similares al propuesto.

## ¿Qué son multifondos?

En Perú, por ejemplo, este modelo se implementó y es definido por la Superintendencia de Pensiones de Perú como “un esquema que ofrece el Sistema Privado de Pensiones (SPP) a sus afiliados, a través del cual éstos pueden escoger uno de los tipos de administración de fondos de pensiones que ofrece una misma Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP). De esta manera, un afiliado podrá canalizar los recursos de su cuenta individual al fondo que cumpla con sus requisitos y expectativas de rentabilidad y de preferencia por el riesgo” (Perú, s.f.).

## ¿Qué son fondos de fecha objetivo (TDF)?

Los TDF son fondos que

*están estructurados para maximizar la rentabilidad del inversor en una fecha determinada. Por lo general, los fondos están diseñados para generar ganancias en los primeros años, centrándose en valores de crecimiento más arriesgados, y luego tratan de mantener esas ganancias ponderando hacia opciones más seguras y conservadoras a medida que se acerca la fecha objetivo.*

*(…) es una clase de fondos de inversión que reequilibra periódicamente las ponderaciones de las clases de activos para optimizar el riesgo y la rentabilidad en un plazo predeterminado, (…) suelen estar diseñados para cambiar gradualmente a un perfil más conservador con el fin de minimizar el riesgo cuando se acerque la fecha objetivo.* (Investopedia, s.f.)*.*

Los países que cuentan con el modelo de TDF tienen una estrategia de inversión que ajusta el perfil de riesgo y porcentajes de inversión por tipos de activo, así, de manera general, conforme se acerca la fecha de jubilación del trabajador, el portafolio reduce la exposición a renta variable (en esta propuesta, títulos representativos de propiedad) y aumenta la renta fija (de igual forma, deuda, en esta propuesta).

## ¿Cuál es la diferencia entre multifondos y TDF?

El Gráfico 1 visualiza funcionalmente la diferencia entre multifondos y los fondos de fecha objetivo (TDF). El primer panel del gráfico representa a los multifondos: fondos independientes que se diferencian en cuanto a la selección de activos que lo componen, donde el afiliado debe seleccionar en función de su perfil de riesgo, el que mejor se adapte a sus necesidades. Estos fondos tienen estrategias establecidas a lo largo del tiempo, es decir, el fondo no pretende que estas se ajusten en función de la edad, sino que, de manera general, ofrecen a sus afiliados (en cada fondo) una única estrategia.

Por su parte, en el segundo panel del Gráfico 1 se muestran los TDF. En este tipo de fondos la estrategia cambia a lo largo del tiempo. A diferencia de los multifondos, este es un único fondo que ajusta la composición de los instrumentos año con año, hasta alcanzar una fecha focal. Los porcentajes de activos son optimizados para cada año, buscando el mayor crecimiento posible del saldo acumulado a una fecha determinada.

Gráfico 1: Diferencia entre multifondos y Fondos de Fecha Objetivo

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

Fuente: SUPEN

En el Cuadro 1 se presenta un resumen de las diferencias entre ambos esquemas de gestión de las pensiones.

Cuadro 1: Diferencias entre multifondos y fondos de fecha objetivo

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Multifondos | Fondos de fecha objetivo |
| Objetivo | Ofrecer estrategias de inversión en función de perfiles de riesgo del afiliado. | Maximizar la pensión esperada de los afiliados en función de estrategias de inversión que tomen en cuenta la edad de la persona. |
| Estrategia de Inversión | Estrategia de inversión constante en el tiempo dentro de cada fondo. | Estrategia de inversión que se transforma en el tiempo, en función del envejecimiento de los miembros. |
| Tasa de remplazo | No se enfoca en la tasa de reemplazo. | Tiene como objetivo maximizar la pensión esperada de la generación. |
| Transiciones | Pueden tener cambios abruptos en las estrategias de un fondo a otro. | Suaviza la transición de la estrategia de inversión. |
| Selección del fondo | El trabajador debe seleccionar el fondo que más le favorezca. | El gestor confecciona estrategias que favorezcan al afiliado tomando en cuenta su expectativa de permanencia. El afiliado es asignado al fondo, según edad. |

Fuente: SUPEN

## ¿Cuál ha sido la experiencia internacional?

Se tomó como ejemplo a Chile, México, Perú, Colombia, Estados Unidos y el Reino Unido, países que, desde ya hace algunos años, ofrecen a sus afiliados distintas alternativas de inversión (fondos separados) para sus fondos de pensiones obligatorios. A continuación, se presenta un resumen de sus experiencias:

### Chile

Chile, desde el año 2002, administra el ahorro obligatorio de pensiones bajo el esquema de **multifondos.** El modelo chileno busca que los afiliados puedan invertir los recursos en aquel tipo de fondo que más se acomoda a su actual horizonte de inversión y perfil de tolerancia al riesgo. (Chile, s.f.)

La regulación de Chile contiene cinco fondos que se diferencian en la proporción de su portafolio según el supuesto de que a mayor renta variable mayor es el retorno y riesgo esperado. Los fondos se denominan con letras desde la A hasta la E, siendo A el fondo con mayor exposición a renta variable (80% máximo) y E el de menor exposición a este tipo de instrumentos (5% máximo). La creación de los fondos B - C - D - E es obligatoria para cada AFP. Los fondos tipo A son de carácter voluntario para las AFP, sin embargo, todas las administradoras existentes lo ofrecen. Cuando el afiliado no elija un fondo, se procede a la asignación predeterminada en función de la edad (menores de 35 años fondo B, menores de 55 fondo C, mayores de 55 al fondo D). Los pensionados solo pueden optar por alguno de los tres fondos de menor riesgo (C, D y E).

La Superintendencia de Pensiones de Chile se encuentra trabajando en una reforma país (de orden legislativo) para temas de pensiones, que incluye el desarrollo de fondos generacionales, específicamente el reemplazo de multifondos por fondos generacionales, dado que los fondos generacionales sacan el foco del corto plazo (rentabilidad) y se centran en el objetivo de pensión, en línea con el enfoque de seguridad social[[8]](#footnote-9).

### Colombia

Colombia posee al igual que Chile **multifondos**. Las AFP deben ofrecer 3 fondos para afiliados que estén en la etapa de acumulación y un fondo para los pensionados (Colombia, s.f.):

1. Fondo de Mayor Riesgo: es recomendado para las personas que están comenzando su vida laboral, porque en el largo plazo pueden obtener mayores rendimientos y equilibrar la volatilidad de sus inversiones. También se recomienda para afiliados con un perfil de riesgo alto. Este tipo de fondo principalmente invierte en activos de renta variable.
2. Fondo Moderado: está dirigido a personas con perfil de riesgo medio o que se encuentran en la parte intermedia de su vida laboral. En este fondo, el gestor procura el mejor retorno posible con moderada exposición al riesgo y con políticas de inversión en activos con riesgo y retorno moderado, como deuda corporativa o deuda pública.
3. Fondo Conservador: está dirigido a las personas próximas a pensionarse o que tienen un perfil de riesgo bajo; este tipo de fondo procura el mejor retorno posible con baja exposición al riesgo realizando inversiones en activos como certificados de depósito a plazo o cuentas de ahorro. Su objetivo es preservar el ahorro construido durante la vida laboral.
4. Fondo de Retiro Programado[[9]](#footnote-10): está dirigido a los pensionados que seleccionaron esta modalidad de retiro. Procura el mejor retorno posible con baja exposición al riesgo realizando inversiones en activos como certificados de depósito a plazo o cuentas de ahorro. Su objetivo es preservar el ahorro construido.

La asignación predeterminada en Colombia establece que, si un afiliado no selecciona un fondo, sus recursos serán administrados en el fondo moderado. En el caso de los trabajadores próximos a pensionarse (cinco años de antelación), a medida que ese afiliado se acerque a la edad prevista para pensión mínima (57 años mujeres y 62 años hombres a partir del año 2014), una parte de sus recursos se trasladara automáticamente de manera anual al fondo conservador (20% del saldo por año).

### México

México inició con multifondos en el 2005, sin embargo, en el 2019 migró al esquema de **fondos generacionales**.

Los multifondos iniciaron con dos fondos denominados Siefore[[10]](#footnote-11) Básica 1 y Siefore Básica 2, las cuales eran obligatorias. A partir del año 2008 se incorporaron tres nuevos fondos: Siefore Básica 3, Siefore Básica 4 y Siefore Básica 5. Desde ese momento los multifondos se orientaron en función de la edad de los trabajadores. Básica 1 para mayores de 56 años, Básica 2 para personas entre 46 y 55 años, Básica 3 para personas entre 37 y 45 años, Básica 4 para personas entre 27 y 36 años y finalmente Básica 5 para menores de 26 años.

México ha sido el pionero en la región en el establecimiento de los fondos generacionales, iniciando con ellos en 2019. Con la reforma, los trabajadores afiliados al sistema de pensiones mexicano ya no deben migrar de fondo al cumplir años, sino que permanecen en el mismo fondo. En su diseño, México trabaja con generaciones de cinco años, 10 en total por cada gestor con un fondo particular para cada una, lo cual le permite diseñar estrategias enfocadas en maximizar los saldos de los trabajadores en función de un lustro focal (México, s.f.).

### Estados Unidos

El régimen de pensiones en Estados Unidos es de dos pilares: uno financiado por impuestos OASDI que es el acrónimo en inglés para Seguro de Vejez, Sobrevivientes e Incapacidad (Old Age, Survivors and Disability Insurance) que financian los programas de Seguridad Social; y un sistema de retiro patrocinado por patronos tanto del sector privado conocidos como 401(k) y sector público que cuentan con un incentivo fiscal, los Thrift Savings Plan (TSP).

En el marco de estos pilares nacieron los TDF en 2006, con el propósito de ampliar la cobertura previsional de la población, ya que un tercio de los trabajadores no participaban en los planes de pensiones que ofrecían sus empleadores a través de los fondos 401(k).

Recientemente, los TDF abarcan el 99% de los planes de ahorro para el retiro que se ofrecen en ese país. En esta jurisdicción los fondos tienen costos y estrategias de inversión diferentes y queda a criterio de cada trabajador su selección. (Ciedess, s.f.)

### Reino Unido

En busca de aumentar la cobertura de los planes de pensiones ocupacionales como complemento de la pensión pública, nace en Reino Unido (2008) el llamado *Retirement Date Funds*, el que invierte los ahorros previsionales en un conjunto de fondos que son seleccionados vía oferta pública y tras el cumplimiento de un detallado proceso de inscripción. Existen en el Reino Unido alrededor de 50 fondos con fechas seriadas de retiro. En este país el trabajador se inscribe como afiliado al fondo que tiene como fecha objetivo su fecha de pensión, es decir, si el trabajador cumple el derecho a su jubilación en el año 2045 por ejemplo, basta con seleccionar de la oferta de productos previsionales el fondo cuya fecha focal sea 2045[[11]](#footnote-12) (Ciedess, s.f.).

### Tendencias en la región

Actualmente, la Asociación Internacional de Organismos Supervisores de Fondos de Pensiones (AIOS), de la que Costa Rica forma parte, ha acordado (primer semestre de 2023) iniciar un proyecto regional con el propósito de generar el conocimiento general para la implementación de un esquema de fondos generacionales en cada uno de los países miembros.

# Capítulo 2: El ROP y el objetivo del proyecto

La LPT (Ley de Protección al Trabajador) establece como objetivo del Régimen Obligatorio de Pensiones (ROP) complementar los beneficios establecidos en el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM), o sus sustitutos, para todos los trabajadores dependientes o asalariados (artículos 2, inciso d, y artículo 9 de la LPT).

Para poder cumplir con ese objetivo esta ley dispone que:

1. Los aportes del sistema de capitalización individual deben ser registrados y controlados por medio del Sistema Centralizado de Recaudación (SICERE) de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) (artículo 2, inciso d, LPT).
2. El régimen obligatorio de pensiones debe ser administrado por medio de operadoras de pensiones complementarias (artículo 9 LPT).
3. Los trabajadores deben seleccionar una única operadora que administrará sus recursos del ROP. Para ello, la entidad deberá abrir y mantener para cada trabajador afiliado una cuenta individual de pensiones a su nombre, en la cual se acreditarán los aportes y los rendimientos que generen las inversiones, una vez deducida la comisión de administración (artículos 12 y 52 LPT).
4. Los recursos se administran en un fondo de pensión. Los fondos están integrados por cuentas individuales. Cada afiliado es copropietario del fondo al que pertenece según su parte alícuota (artículo 52 LPT).
5. Los recursos de los fondos solo pueden destinarse a la adquisición de valores en favor del mismo fondo, el pago de los beneficios a los afiliados, la transferencia entre operadoras y al pago de las sumas por comisiones ordenadas en la Ley (artículo 56 LPT).
6. Los recursos de los afiliados deberán ser invertidos para su provecho, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) dicte sobre el particular (artículo 60, inciso b, LPT).

El proyecto de fondos generacionales busca, en este marco, aumentar mediante inversiones planificadas por ciclo de vida, mejores rendimientos y maximizar el saldo acumulado de los trabajadores.

## 2.1. Objetivo del proyecto

Establecer estrategias de inversión ligadas al ciclo de vida en procura de mejorar las tasas de remplazo a que tenga acceso el afiliado mediante esquemas de fondos generacionales.

## 2.2. Objetivos específicos

1. Establecer el marco regulatorio para la implementación y operación del ROP mediante fondos generacionales.
2. Establecer la regulación de la gestión de las inversiones para que estas se adecúen a la evolución del perfil de riesgo-rendimiento de los trabajadores durante su vida laboral.
3. Otorgar mejores herramientas de defensa ante ciclos de volatilidad en los mercados.
4. Impulsar el uso de títulos representativos de propiedad en búsqueda de mayores rendimientos y, por ende, mejores pensiones para los trabajadores (mayor tasa de reemplazo).

## 2.3. Principios orientadores del proyecto

1. Protección de afiliados y pensionados: Consiste en garantizar el respeto de los derechos y beneficios jubilatorios de los afiliados y pensionados en las trasformaciones del régimen que se llevarán a cabo.
2. Mejora a la gestión de las inversiones: Consiste en optimizar el rendimiento y la seguridad de los fondos de pensiones, mediante la aplicación de criterios técnicos, financieros y regulatorios que respondan al ciclo de vida del afiliado o pensionado.
3. Menor afectación operativa (costos): Consiste en minimizar el impacto de las actividades operativas de las entidades, evitando generar costos innecesarios o excesivos, que pudieran trasladarse a los afiliados y pensionados.
4. Aplicación clara y ordenada: Consiste en establecer y comunicar las actividades del proyecto, las decisiones, procesos y normas que se generen, de manera transparente, coherente y oportuna.
5. Comunicación y coordinación con el sector: Consiste en asegurar una estrecha colaboración con los gestores para desarrollar marcos normativos sólidos y actualizados, que favorezcan los objetivos del proyecto.

## 2.4. Consideración adicional

Según el transitorio I del Reglamento de Beneficios del Régimen de Capitalización Individual, hasta el 31 diciembre del 2024 (CONASSIF, s.f.) los recursos correspondientes a las distintas modalidades de pensión complementaria se administrarán dentro del fondo correspondiente al ROP de cada entidad. Posterior a esta fecha, el ROP deberá separarse en dos fondos: uno de acumulación en el que permanecerán los trabajadores asalariados y uno para gestionar los productos de beneficios de los trabajadores pensionados.

De lo anterior se desprenden dos situaciones:

1. Durante la vigencia del transitorio los productos de beneficio y acumulación tienen una única estrategia de inversión.

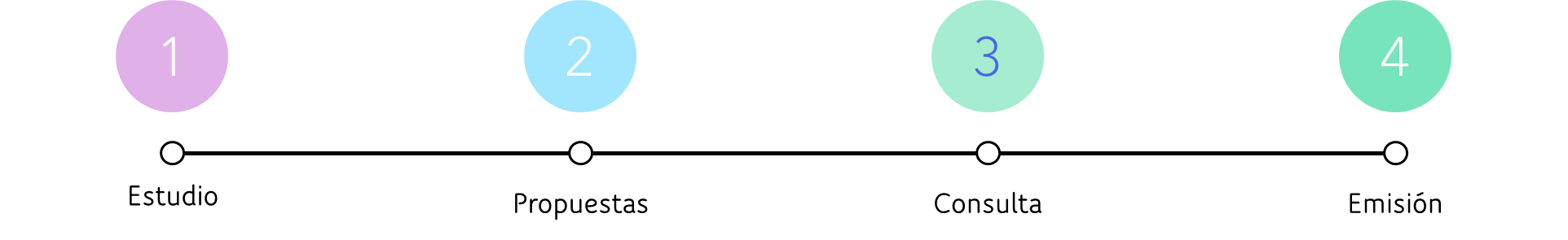
2. Una vez vencido el período de transitoriedad, la separación del ROP en dos fondos (acumulación y desacumulación), no es la óptima, como se verá más adelante, por eso se propone una mayor segregación en varios fondos por grupos etarios.

Por lo tanto, este proyecto propone la sustitución de este transitorio por una reforma de alcance mayor.

# Capítulo 3: Proceso de selección de la propuesta para el proyecto

La Superintendencia de Pensiones estudió y compartió con expertos internacionales una serie de valoraciones, para plantear la hoja de ruta de la nueva regulación[[12]](#footnote-13) (Gráfico 2) tomando en consideración la experiencia de países latinoamericanos con sistemas de pensiones similares al costarricense. Gracias a este proceso se tomó la decisión de enfocar esfuerzos en la comprensión de los fondos generacionales con el fin de mejorar las estrategias de inversión que se ofrecen a los trabajadores en función de su edad, según se explicó en una sección anterior.

Gráfico 2: Etapas del proyecto fondos generacionales



Fuente: SUPEN

En la primera etapa del proyecto (estudio) SUPEN compartió su experiencia con expertos de la Comisión Nacional del Sistema Nacional de Ahorro para el Retiro de México (CONSAR), quienes han sido los pioneros en la región en la propuesta de fondos generacionales. Como resultado de estos intercambios, la SUPEN logró identificar varias alternativas en procura de mejorar la administración de los recursos de los afiliados y pensionados.

La segunda etapa del proyecto (propuestas) se concentró en analizar esas alternativas (las indicadas en la sección 1.4 de este documento). Esto permitió dar a conocer a los gestores de pensiones las diferentes vías que pudieran seguirse para alcanzar los objetivos del proyecto. Estas alternativas fueron:

**Alternativa 1 Multifondos:** fondos independientes, con separación contable y patrimonial, con una única estrategia de inversión a lo largo del tiempo, semejante a los multifondos en Chile o Perú.

**Alternativa 2 Fondo sombrilla:** un fondo ROP único con una separación contable del patrimonio de acuerdo con la generación a la que pertenece el afiliado. El ROP no se separa patrimonialmente en varios fondos. La separación contable permite identificar los instrumentos financieros que forman parte del activo de cada generación*[[13]](#footnote-14)*.

**Alternativa 3 Fondos generacionales:** fondos independientes para cada grupo de trabajadores según su edad. Estos fondos cuentan con estrategias de inversión que evolucionan conforme sus afiliados envejecen. Son similares a los TDF presentados en la sección 1.2.

En la tercera etapa, se evaluaron las alternativas antes mencionadas. El siguiente cuadro resume los principales puntos a favor y en contra de cada una de ellas.

Cuadro 2: Alternativas evaluadas para la propuesta

|  |  |
| --- | --- |
| Alternativas | Evaluación |
| Multifondos | **Pros:**   1. Permite a los afiliados la comparación de fondos. 2. Hay experiencia internacional para su implementación. 3. Tiene poca dificultad operativa para implementarse.   **Contras:**   1. No favorece la optimización de los portafolios a lo largo del tiempo, dado que no considera el cambio en el perfil de los clientes que forman parte de su cartera. 2. El cambio en las estrategias de inversión es abrupto, se pasa de un fondo con estrategia “A” a “B”, sin cambios paulatinos, que puede generar pérdidas para afiliados y pensionados. 3. Requiere alta formación financiera y previsional del afiliado a la hora de elegir el fondo. |
| Fondos sombrilla | **Pros:**   1. No requiere traslados de afiliados entre fondos. 2. Facilita de reasignación de porcentajes de activos según lo requieran las generaciones del fondo.   **Contras:**   1. Incrementa el esfuerzo para el control de instrumentos en cada generación. 2. No hay experiencia internacional en el sector de pensiones. 3. Podrían redistribuirse títulos con mal desempeño entre generaciones. 4. Tiene altos requerimientos de control y procesamiento dada la asignación de instrumentos a personas. 5. Podría ser confuso para el afiliado y el pensionado. |
| Fondos generacionales | **Pros:**   1. Presenta los beneficios de los TDF antes señalados. 2. Hay experiencia internacional para su implementación. 3. La selección de la generación la establece la regulación y no el afiliado, lo que no pone el peso necesario de contar con conocimientos financieros o previsionales para la elección de un fondo de pensión. 4. La región está, de manera general, migrando a este esquema pensional. 5. Tiene poca dificultad operativa para implementarse. 6. Concentra la atención del gestor en el largo plazo y en su planificación estratégica, no en los movimientos coyunturales de mercado.   **Contras:**   1. Aumenta la cantidad de fondos que deben ser supervisados. 2. Al inicio, las entidades gestoras pueden incurrir en nuevos gastos de implementación. 3. Los rendimientos de generaciones con mayor riesgo pueden incentivar los traslados entre OPC y generaciones. |

Fuente: SUPEN

Luego de analizadas las condiciones descritas, y habiendo hecho un intercambio de opiniones en el proceso de coordinación con la industria y el análisis interno de la Superintendencia, se consideró que la opción de fondos generacionales tiene varias ventajas que inclinan la balanza hacia esta modalidad por las siguientes razones:

1. La alternativa uno, en general, está siendo abandonada en la región por los problemas de selección del fondo para cada afiliado. La regulación, en general, se mueve a asignación de afiliados vía regulatoria con estrategias que evolucionen con las personas en el fondo.
2. La alternativa 3 tiene la ventaja de la separación patrimonial, lo que reduce los riesgos operativos y financieros.
3. La alternativa 2 tiene el problema de la asignación de títulos de mal desempeño a ciertas generaciones, esto se puede evitar con la separación patrimonial.
4. La alternativa 2 crea la necesidad de controles operativos, y aumenta la probabilidad de errores por el control adicional de asignación de instrumentos a generaciones,
5. La alternativa 2 podría ser de difícil entendimiento para los afiliados, además de no tener ejemplos de implementación para el caso de pensiones.

Con esto definido, el equipo de trabajo del proyecto continuó con la redacción de la propuesta normativa para fondos generacionales con los cambios regulatorios y operativos aquí presentados.

# Capítulo 4: Propuesta de diseño de fondos generacionales

Este capítulo aborda el diseño de los fondos generacionales en el ROP, tomando como base las condiciones de la población vigentes en el 2023, en procura de la reducción de los costos operativos de la propuesta y buscando su pronta implementación para posibilitar que los afiliados se vean beneficiados de manera inmediata[[14]](#footnote-15).

## 4.1. Segmentación de las generaciones

Mediante el estudio técnico para la conformación de grupos etarios[[15]](#footnote-16), la SUPEN concluye que la segmentación idónea para la administración del ROP es de cuatro generaciones o cohortes; estas son: personas nacidas antes de 1970, personas nacidas entre 1970 y 1979, personas nacidas entre 1980 y 1989, y finalmente las personas nacidas a partir de 1990. El Gráfico 3 y el cuadro 3 muestran el saldo del ROP según las generaciones antes mencionadas a marzo 2023, en los que se observa que la generación de menor edad es a la que se le ha asignado la menor cantidad de activos.

Si bien una mayor cantidad de generaciones es deseable para poder definir estrategias diferenciadas de las inversiones y poder establecer con mayor claridad las fechas de pensión objetivo, esta mayor fragmentación ocasionaría un mayor manejo operativo, con el posible consecuente costo asociado. Así, si bien la experiencia internacional (generalmente en plazas con mayor población que Costa Rica) apunta a separar las generaciones con mayor periodicidad que la propuesta, este volumen de fondos afectaría la viabilidad del proyecto al encarecer los costos operativos. Un balance entre la cantidad de fondos, los saldos acumulados y los costos operativos, además de un estudio específico preparado por la Superintendencia[[16]](#footnote-17) inclinan la propuesta a trabajar con décadas para la conformación de las generaciones.

Gráfico 3: Saldos por década de nacimiento, marzo, 2023

Fuente: SUPEN

Cuadro 3: Activos por año de nacimiento, según OPC, marzo 2023

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Generación** | **OPC1** | **OPC2** | **OPC3** | **OPC4** | **OPC5** | **OPC6** |
| <1970 | 27,4% | 33,5% | 17,4% | 32,7% | 26,5% | 30,6% |
| 70s | 33,4% | 36,2% | 33,9% | 36,0% | 28,3% | 29,6% |
| 80s | 32,4% | 27,5% | 37,1% | 25,9% | 36,2% | 27,7% |
| >1990 | 6,8% | 2,8% | 11,5% | 5,3% | 8,9% | 12,1% |
| Total | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Fuente: SUPEN, con datos de las entidades supervisadas

Por otra parte, pudo observarse que, a partir de la segmentación del ROP en cuatro distintos fondos, la composición por edad entre operadoras resultó ser semejante, con lo que las operadoras contarán con una generación joven que represente alrededor de un 10% de los activos del fondo, tomando en cuenta que el mercado local cuenta con poca oferta de instrumentos de renta variable y que, únicamente, a través de las inversiones en los mercados internacionales, podrán, en el mediano plazo, atenderse los requerimientos de títulos de propiedad de esta generación.

Los restantes tres fondos generacionales estarán conformados con alrededor de un 30% del activo, cada uno, todo lo cual permitirá que no se produzcan cambios abruptos en la composición actual de las carteras, utilizándose los instrumentos ya disponibles en los portafolios administrados.

Empezar la implementación de fondos generacionales con una generación joven de relativamente poco nivel de activos permite a los gestores disponer de tiempo suficiente (varios años de transición) para adquirir, por ejemplo, renta variable, en los mercados internacionales, o en los mercados locales, promoviendo desde la demanda, que surja en los emisores una oferta más robusta (cantidad de instrumentos y variedad de sectores) a la existente, de estos instrumentos en el mercado local.

En síntesis, la división etaria propuesta tiene fundamento en los siguientes aspectos:

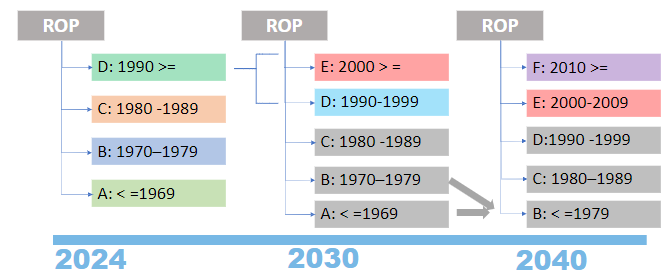
1. Existe una concentración homogénea de afiliados y sus respectivas edades en las operadoras de pensiones.
2. La cantidad de afiliados al ROP y sus saldos acumulados son dos elementos que no son equivalentes en los ejercicios de asignación debido a que existen operadoras con mayor cantidad de afiliados, sin que estos necesariamente cuenten con mayores saldos en sus cuentas. Por esto, se optó por utilizar únicamente el saldo como elemento de selección para la definición de los grupos de generaciones, considerando que un mayor nivel de activos implicará una mayor posibilidad de diferenciación de los portafolios.
3. La cantidad de afiliados con edades inferiores a los 30 años, cuentan con un nivel relativamente bajo de acumulación, reflejo natural del modelo de capitalización individual o contribución definida del ROP.
4. La generación de pensionados se encontrará presente en el fondo por un período de al menos 20 años, dada la esperanza de vida promedio de la población costarricense.
5. Si bien una mayor cantidad de generaciones podría ser deseable, el manejo operativo lleva asociado un costo que hace que la reforma pueda resultar inviable.
6. El agrupamiento por décadas, según las fechas de nacimiento antes indicadas, resulta ser la mejor opción desde el punto de vista de la asignación de los trabajadores y pensionados a las correspondientes cohortes y del proceso de información y educación de los afiliados y pensionados.

## 4.2. Transición a lo largo del tiempo

El proyecto inicia con cuatro generaciones. Sin embargo, para el 2030, el ROP probablemente contará con una nueva generación: las personas nacidas a partir del 2000 y limitará la generación de nacidos desde 1990 hasta 1999. Para el 2040, la administración del ROP replicará lo realizado en 2030: agrega una nueva generación, los nacidos antes del 2010, limita la generación creada en 2030 para personas nacidas entre el 2000 y 2009, y convierte la generación más longeva para las personas nacidas antes del 1979. A medida en que avance el tiempo, la regulación deberá valorar la necesidad de separar la generación más joven, esto en función del crecimiento del saldo administrado de este grupo de afiliados, así como otros cambios que se explican en el siguiente apartado.

La generación de personas más longevas se juntaría en el año 2040 con su antecesora para que reciban aportes de trabajadores próximos a pensionarse. Esto permite balancear las salidas del fondo por el pago de pensiones con los nuevos aportes, lo que favorece la búsqueda de oportunidades de inversión. De no hacerse esta unión, el fondo de pensionados iría perdiendo afiliados a lo largo del tiempo (por deceso), disminuyendo su saldo administrado y encareciendo su gestión. El Gráfico ilustra lo descrito en líneas anteriores.

Gráfico 4: Transición de las generaciones por edad según año calendario



Fuente: SUPEN

Este modelo, con entradas y fusiones de generaciones, da continuidad a las estrategias de inversión, producto de la necesidad de que cada una de las generaciones tenga una base de aportantes relativamente predecible para el gestor, para facilitar la adquisición de nuevos instrumentos y atender los requerimientos por libre transferencia. En el inicio de la nueva modalidad, para el grupo de personas más longevas, el modelo permite, por construcción, mitigar el riesgo de liquidez asociado a un fondo que requiere más efectivo (por el pago de pensiones) y eventuales requerimientos por traslados de afiliados entre operadoras, puntualmente, al considerar tanto aportantes (trabajadores activos) como pensionados.

SUPEN reconoce que la demografía del país pudiera cambiar, especialmente por temas de natalidad, migración y composición de la fuerza laboral (ver sección 7.1). Por esta razón, la propuesta de fondos generacionales antes descrita, como la mayoría de las iniciativas regulatorias, debe ser revisada y ajustada periódicamente a efecto de que los beneficios buscados se mantengan pese a los cambios mencionados.

## 4.3. Posibilidad de cambio de generación por parte del afiliado

El modelo de fondos generacionales también toma en consideración el derecho de traslado de afiliados (y por ende, sus recursos) de una generación a otra. Por ejemplo, una persona que pertenezca a una generación de edad avanzada desea que sus recursos sean administrados en el fondo que corresponde a otra generación.

El traslado de afiliados entre generaciones puede afectar el logro de los objetivos de rentabilidad de cada generación, al menos por las siguientes razones:

1. La propuesta regulatoria toma un rol prudencial para buscar que las generaciones no expongan su saldo a una volatilidad mayor a la que su edad sugiere, de acuerdo con el horizonte temporal para alcanzar la edad de pensión y el perfil de riesgo.
2. El derecho a cambiar de generación puede aumentar el nivel de liquidez requerido por el fondo (por ejemplo, cuando personas de mayor edad ingresan a un fondo dirigido a personas jóvenes); por lo que los fondos generacionales tendrán necesidades adicionales de liquidez para atender las solicitudes de traslado.
3. Existe el riesgo de que personas cercanas a su pensión elijan fondos diseñados para personas de menor edad. Esto expone el saldo a volatilidades de difícil recuperación en escenarios tendientes a la baja, dado el poco tiempo restante antes de la pensión.
4. La limitada educación financiera y previsional de la población en general puede conducir a decisiones basadas en indicadores de corto plazo, por ejemplo, la rentabilidad anual, lo cual podría no ser consecuente con el perfil de riesgo del afiliado (volatilidad y pérdidas esperadas, entre otros).
5. Reduce las inversiones de más largo plazo en función de los requerimientos de liquidez, afectando los rendimientos. A modo de ejemplo se muestra en el cuadro 4, los horizontes de planificación de las inversiones de las entidades supervisadas, donde se muestra que los plazos rondan entre los tres y cinco años, es decir, los plazos que pudieran afectar esta planificación debieran considerar estos horizontes de tiempo al momento de su definición. Es por lo anterior que los tiempos de permanencia sugeridos, de previo a valorar un cambio para el afiliado que pudiera afectar al resto, se proponen en cinco años.

Cuadro 4: Planeación estratégica de las inversiones

*Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y la sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional*.

El cambio entre generaciones presenta una dificultad técnica adicional: la libre transferencia se realiza mediante el Sistema Centralizado de Recaudación, cuya infraestructura tecnológica no está diseñada para controlar los cambios de generación. Para este proyecto, SICERE tiene programado la implementación en sus sistemas para cambio de entidad, y no necesariamente para cambio de entidad y generación.

No obstante, la propuesta considera la opción que tiene el afiliado de elegir entidad y fondo generacional.

En este sentido, la propuesta del supervisor hace un balance entre los aspectos técnicos (expuesto en los párrafos anteriores) y el derecho de libre transferencia, buscando, pese a los inconvenientes descritos, acotar los efectos negativos, en función de las siguientes necesidades:

1. Procurar que el cambio de generación sea una decisión valorada por los afiliados, por lo tanto, debe contarse con la suficiente asesoría para que la decisión sea tomada con conocimiento de los riesgos que conlleva y considerando horizontes de información de más largo plazo, que no tomen en cuenta las volatilidades naturales de las generaciones jóvenes.
2. La regulación debe velar por el beneficio de los afiliados que permanecen en el fondo al que pertenecen por grupo etario, de tal forma que los gestores de fondos de pensión puedan ejecutar una planificación estratégica de las inversiones al menos de mediano plazo.

Para minimizar los efectos adversos antes descritos, la propuesta de fondos generacionales permite únicamente al cambio de generación a la generación anterior o siguiente, ya sea la más conservadora o la de mayor nivel de riesgo en sus inversiones. Por ejemplo, una persona nacida en la década de los 80 podría formar parte de la generación nacida en la década de los 70 o la década de los 90. Este derecho se puede ejercer una vez **cada cinco años** de permanencia (considerar el cuadro anterior, con mira conservadora hacia los cinco años) en la operadora que gestiona los recursos. Con esto el afiliado tendrá un tiempo de permanencia mínimo que le permitirá disfrutar los beneficios de su grupo etario.

Adicionalmente la propuesta considera, prudencialmente, que el tiempo de permanencia para adquirir el derecho al cambio de generación debe alcanzarse en la misma gestora, la propuesta plantea cinco años como mínimo para adquirir este derecho, es decir, en el momento en que se haga libre transferencia el afiliado deberá ser trasladado a la generación correspondiente a su edad y el plazo de permanencia, con el consecuente reinicio del plazo de permanencia. Esto, entre otros aspectos, a efecto de que el diseño de los fondos generacionales tenga una continuidad estratégica.

Finalmente, la propuesta establece que los trabajadores en etapa de pensión (o próximos) no debieran agregar riesgos al saldo de su cuenta individual, por lo tanto, no debieran prudencialmente cambiar la estrategia diseñada para la estabilidad del saldo acumulado. Así la propuesta para este grupo de la población es que no existe cambio de generación, únicamente de gestor.

## 4.4. Manejo operativo y contable

Cada uno de los nuevos fondos generacionales tendrá una contabilidad separada, para generar el cálculo diario del valor cuota de cada fondo.

Como sucede actualmente con los fondos existentes, cada uno de los fondos generacionales tendrá el número identificador que otorga el Registro Nacional, de tal manera que puedan operar a nivel del sistema financiero con un identificador único para sus transacciones.

SUPEN identificará a cada generación con un código único en sus sistemas de información, vinculado a los reportes que los gestores deben remitir periódicamente (contabilidad, inversiones y cuenta individual). La codificación propuesta se ilustra en el cuadro siguiente, donde se reservan las letras subsiguientes (E, F, G, etc.) para los espacios en el tiempo para las nuevas generaciones que ingresarán. A nivel histórico, el código para el ROP ha sido el 07, con lo cual se busca dar continuidad a la práctica utilizada desde la creación del régimen.

Cuadro 5: Códigos para las generaciones

|  |  |
| --- | --- |
| Código | Generación |
| 07A | Nacidos antes del 1 de enero de 1970 |
| 07B | Nacidos entre el 1 de enero de 1970 y el 31 de diciembre de 1979 |
| 07C | Nacidos entre el 1 de enero de 1980 y el 31 de diciembre de 1989 |
| 07D | Nacidos el 1 de enero de 1990 o posterior |

Fuente: SUPEN

## 4.5. Manejo de la liquidez

En el esquema de un único ROP, los gestores de pensiones pueden utilizar las nuevas aportaciones para el pago de las prestaciones y la libre transferencia. En el modelo propuesto, las generaciones no pueden tener un uso compartido de las aportaciones y el efectivo, sino que cada uno de los fondos deberá realizar su planificación de la liquidez y de calce de plazos, es decir, una gestión de los recursos especializada en beneficio de los afiliados y pensionados.

La liquidez de los fondos generacionales estará sujeta a las siguientes disposiciones:

1. No se permite el traslado de liquidez entre fondos generacionales.
2. La recaudación patronal que acredita el SICERE semanalmente será registrada temporalmente (plazo menor a un día hábil) en la cuenta bancaria de uno de los fondos generacionales para que posteriormente sean redistribuidos hacia el fondo generacional del trabajador. La Superintendencia, mediante acuerdo, definirá el fondo al que se acreditarán los recursos y el plazo para su distribución.
3. Todos los fondos generacionales deben estar inscritos ante el Banco Central de Costa Rica a fin de participar en las transacciones que se requieran en el Sistema Nacional de Pagos o en otros mercados.
4. Para la libre transferencia, los fondos generacionales deberán trasladar la liquidez hacia una única cuenta liquidadora, a efecto de mantener los procedimientos de traslado, tal y como se realiza actualmente (ver SP-A-137-2010).

## 4.6. Implementación progresiva

La propuesta técnica busca el uso de los instrumentos ya disponibles en los portafolios y no forzar la venta de instrumentos, a efecto de sustituirlos. Para implementar los fondos generacionales, primero, debe consolidarse la normativa y reglas operativas de este modelo de administración de recursos. De ahí que sea necesario otorgar a los administradores de fondos de pensiones un período transitorio para el inicio de operación con las nuevas reglas, específicamente se propone el 01 de octubre de 2024. Este espacio se considera suficiente para la adecuación de los procesos internos, así como la selección de instrumentos, desde ahora hasta dicha fecha, para la entrega en vigor de la iniciativa, además, de los necesarios esfuerzos de preparación y comunicación, interna y externa a las entidades financieras.

## 4.7. Trabajo de coordinación con el medio

La SUPEN ha realizado varias sesiones de trabajo con los gestores de pensiones para la explicación conceptual, construcción de propuestas y aclaración de consultas. Varias propuestas de implementación fueron compartidas con los gestores, en procura de evaluar los tiempos y costos asociados, entre otros aspectos. La propuesta planteada ha tomado en cuenta varias de las sugerencias del sector, de previo a su remisión en consulta, de tal manera que se disponga de un contexto conocido, en general, al momento de evaluar la propuesta regulatoria.

## 4.8. Separación en la custodia

La distribución inicial de los instrumentos para la creación de fondos generacionales implica un traslado no oneroso autorizado por la Superintendencia (lo cual está contemplado en el marco normativo dictado para el manejo de las inversiones[[17]](#footnote-18)). Se trata de un trámite expedito, mediante el cual el supervisor autoriza que, a nivel de la custodia de valores, el gestor traslade del fondo actual del ROP la totalidad de los instrumentos a los nuevos fondos creados para cada generación, no mediando una compra y venta de instrumentos, únicamente un traslado.

A nivel operativo se ha previsto que, dado que hay instrumentos que no son divisibles (por ejemplo, la deuda individual), se disponga de un plazo de planificación de compras de instrumentos, mediante la cual se puedan seleccionar desde ya a cuál de los cuatro fondos serán asignados. Se dispone además de las disponibilidades, dada su posibilidad de subdividirse, para asegurarse que la distribución total de los recursos no tenga inconveniente.

Es importante indicar que, producto de la separación del ROP en varios fondos generacionales, ya no le será posible a las entidades supervisadas tomar los recursos de las nuevas aportaciones para la cancelación de los pagos regulares. En este caso, los aportes le corresponderán de manera íntegra a cada una de las generaciones, hecho que le requerirá a las entidades una mayor planificación y profesionalización de calce de plazos y manejo de liquidez.

# Capítulo 5: Inversiones por etapa de vida

La regulación propuesta pretende dar a los gestores la posibilidad de analizar las condiciones demográficas y laborales de clientes que actualmente disponen (edad, densidades de cotización, salarios, entre otros) y, a partir de sus características, diseñar estrategias de inversión a la medida de cada fondo generacional. No se busca una estandarización en los productos, por el contrario, se pretende que cada gestor sea capaz de diseñar los portafolios que mejor respondan a las necesidades de sus clientes, en el marco de los fondos generacionales.

## 5.1. Tipos de activos permitidos

A efecto de definir los límites de inversión a que debieran someterse los fondos de pensiones y con el propósito de diferenciar la selección de instrumentos para las generaciones de afiliados en diferentes momentos en el tiempo, se han seleccionado dos categorías de instrumentos, los cuales han sido homologados a las categorías del actual Reglamento de Gestión de Activos (ver Cuadro). Las categorías de instrumentos a utilizar son:

**Títulos de deuda (D)**: instrumentos financieros en los que su emisor está obligado al pago del principal de la inversión en un plazo y condiciones definidas, según lo establecido en las características de la emisión del valor.

**Títulos representativos de propiedad (TRP)**: activos financieros que representan una porción de la propiedad del capital del emisor (por ejemplo, acciones), del fondo de inversión o del vehículo de propósito especial. La rentabilidad se determina por el cambio en su valor, producto del desempeño económico obtenido.

Cuadro 6: Correspondencia de clases de activos a categorías en fondos generacionales

|  |  |
| --- | --- |
| Clases de activos | Categorías |
| Acciones | TRP |
| Deuda estandarizada nivel I | D |
| Deuda estandarizada nivel II | D |
| Deuda estandarizada nivel III | D |
| Deuda individual | D |
| Exchange Traded Funds nivel I | TRP |
| Participaciones de fondos nivel I | TRP |
| Participaciones de fondos nivel II | TRP |
| Participaciones de fondos nivel III | TRP |

Fuente: SUPEN

La selección de estas categorías para los límites obedece a las siguientes razones:

1. Son ampliamente conocidas en el ámbito financiero.
2. Cualquier instrumento en un portafolio de gestor de pensiones puede ser clasificado en alguna de estas categorías.
3. Corresponden a la práctica internacional empleada para la definición de estrategias en multifondos y fondos generacionales en varios países del mundo.

## 5.2. Experiencia internacional en las inversiones

La experiencia internacional es amplia en el manejo de las inversiones de los fondos de pensiones. El cuadro siguiente muestra la distribución de inversiones en fondos de pensiones en países seleccionados de la OCDE. Es importante aclarar que estas categorías corresponden a inversiones directas en esos tipos de activos o a los subyacentes de instrumentos, que a su vez están compuestos por otros activos, por ejemplo, ETFs y fondos mutuos.

Cuadro 7: OECD composición de las inversiones de países seleccionados, 2021

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Países | Acciones | Bonos | Liquidez | Otros |
| Chile | 43,9 | 54,3 | 1,7 | 0,1 |
| Colombia | 41,1 | 39,4 | 1,8 | 17,8 |
| España | 31,9 | 48,4 | 7,5 | 12,2 |
| Países Bajos | 30,9 | 42,9 | 2,0 | 24,2 |
| Reino Unido | 26,4 | 40,9 | 1,8 | 30,9 |
| México | 23,1 | 72,9 | 1,3 | 2,7 |
| Japón | 10,0 | 26,0 | 7,7 | 56,4 |
| Alemania | 7,6 | 43,5 | 2,7 | 46,2 |

Fuente: OECD, Pension Markets in Focus No.19, 2022

Nota: La categoría "Otros" incluye préstamos, terrenos y edificios, contratos de seguros no asignados, fondos de cobertura, fondos de capital riesgo/inversión, productos estructurados, otros fondos de inversión (es decir, no invertidos en acciones, letras y obligaciones o efectivo y depósitos) y otras inversiones.

En México se tienen límites globales amplios, por ejemplo, el límite de inversión en el exterior es de 20% de los activos del fondo[[18]](#footnote-19), a su vez, cualquier generación puede tener hasta un 100% de sus inversiones en deuda gubernamental soberana. La diferenciación de los portafolios se da básicamente en dos tipos de instrumentos: renta fija y renta variable (acciones y títulos representativos de propiedad), y en esta última se permite en la generación más joven (Básica inicial) hasta un 60%, límite que gradualmente desciende hasta la generación de mayor edad (Básica pensiones), a la cual se le admite como máximo un 15% de los activos del fondo. Además, la regulación incluye límites para lo que ese país llama instrumentos *bursatilizados*, en donde se incluyen acciones individuales, que pueden adquirirse en la generación más joven hasta un 40%, y, por su parte, a la generación de mayor edad se le permite ese tipo de instrumentos hasta un 20% de los activos administrados. Es decir, la práctica de México en cuanto a límites es crear categorías de instrumentos con límites máximos que paulatinamente se van reduciendo con el propósito de inducir a una menor volatilidad de los portafolios.

En el caso de los Estados Unidos, no existe una regulación que establezca límites. Es decir, este país ejemplifica una posición de autorregulación de una industria que define los límites asociados a los fondos de fecha objetivo. Los datos en este caso muestran, similar al caso mexicano, un menor uso de instrumentos de deuda en las generaciones jóvenes, potenciando el uso de la renta variable para un mayor crecimiento de los activos.

Otro ejemplo son los TDF gestionados por Vanguard. En el cuadro siguiente se presenta la distribución de instrumentos para tres momentos en el tiempo, con fecha focal 2030, 2040 y 2060. En este caso, la prudencia del gestor a la hora de perfilar a sus clientes determina la estrategia de inversión con la consecuente selección de instrumentos en estos productos. Nótese cómo a medida que la fecha de pensión se aproxima, los niveles de instrumentos con menor volatilidad son mayores porcentualmente en el portafolio.

Cuadro 8: Target Date Funds de Vanguard

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Instrumentos | Vanguard  2030 | Vanguard  2040 | Vanguard  2060 |
| Stock Market Index Fund Institutional Plus Shares | 38,10% | 46,9% | 53,9% |
| International Stock Index Fund Investor Shares | 26,3% | 32,0% | 36,5% |
| Bond Market II Index Fund | 24,9% | 14,9% | 6,9% |
| International Bond | 10,7% | 6,2% | 2,7% |

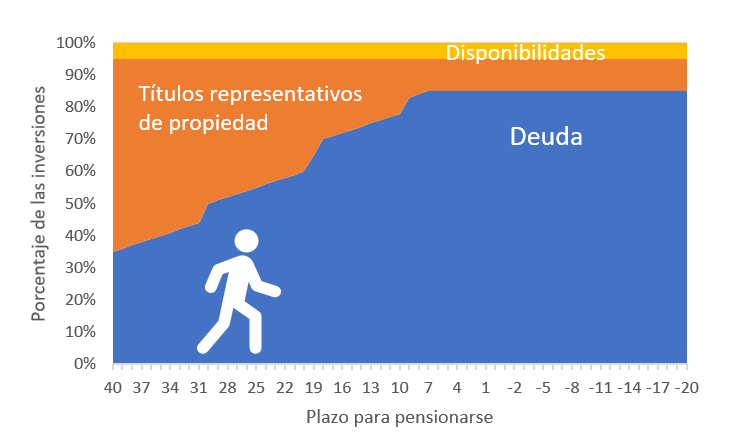
Fuente: https://investor.vanguard.com/

## 5.3. Funcionamiento de los límites de los fondos generacionales

Esta propuesta parte de la premisa que el afiliado no requiere cambiar de generación, sino que es la estrategia de inversión la que se mueve en función de la edad de los afiliados a lo largo del tiempo y conforme la cercanía de la fecha de pensión.

La propuesta en cuestión tiene la ventaja de permitir al afiliado conocer la estrategia de largo plazo, la cual se ejemplifica en los colores del gráfico siguiente. En un inicio, la estrategia para los trabajadores jóvenes tiene una determinada combinación de instrumentos, por ejemplo, 60% de TRP, un 35% de deuda y un 5% en disponibilidades. A medida que el trabajador envejece, la composición de instrumentos se ajusta, reduciendo los porcentajes de TRP y ganando peso en la proporción de deuda. A este cambio en la estrategia en el tiempo se le denomina trayectoria de inversión (glide path por nombre en inglés[[19]](#footnote-20)) o trayectoria de inversión para el acercamiento a la fecha de pensión.

Gráfico 5: Transición de las inversiones

Fuente: SUPEN

## 5.5. Trayectoria de inversión en fondos generacionales

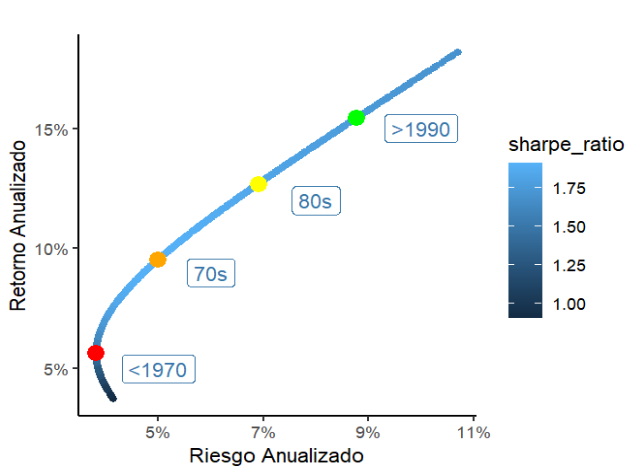
La trayectoria de las inversiones a lo largo del ciclo de vida de la generación es una de las bases de esta propuesta. El propósito de los fondos generacionales es maximizar, dada una edad y condiciones de aportación, el saldo del ROP, y en consecuencia lograr la mayor pensión posible, en otras palabras. Los fondos generacionales pretenden que el gestor busque tasas de remplazo (relación de la pensión futura versus salario) más elevadas a las actuales y plantee cuál combinación de instrumentos financieros a lo largo del tiempo le permitirían alcanzarla (rendimiento esperado en cada momento).

SUPEN llevó a cabo una modelación teórica de optimización de portafolios Markowitz (Markowitz, s.f.), con instrumentos seleccionados del ROP (aquellos de los que se dispone de historia de precios desde el año 2018, tanto en el ámbito local como internacional, que se muestran en el anexo 3). Estos instrumentos fueron clasificados según las categorías del apartado 5.1 (deuda y TRP).

El modelo evaluó las combinaciones de instrumentos y los rendimientos que generaron, todos ellos ajustados por riesgo (medidos con el índice de Sharpe[[20]](#footnote-21)). Es decir, se trabaja con un portafolio mixto que aproxima las combinaciones de activos y retornos esperados, en diferentes composiciones de asignaciones estratégicas y que permite evaluar cual habría sido la combinación de instrumentos de deuda y títulos representativos de propiedad que favorecen los objetivos previstos en el proyecto.

Los resultados generales se presentan en el siguiente gráfico, los cuales corresponden a una modelación estática, es decir, para un único momento en el tiempo, sin nuevos ingresos o salidas del portafolio. Los resultados muestran los espacios de la regulación en cuanto a límites, con los cuales los gestores pueden crear estrategias inter temporales para sus afiliados.

Gráfico 6: Optimización de portafolio, riesgo vs. retorno

****

Fuente: SUPEN

A lo largo de la curva del gráfico anterior, que refleja las combinaciones de riesgo retorno del portafolio en diferentes combinaciones de activos, se resaltan cuatro puntos marcados: rojo, naranja, amarillo y verde.

El punto rojo representa la máxima rentabilidad posible de alcanzar en un esquema de menor nivel de volatilidad (con respecto a los siguientes casos). Dicho punto tiene asociado un rendimiento de 5,65% con un riesgo de 3,8% y se alcanza cuando la distribución de las inversiones es de 85% en instrumentos de deuda y 15% en TRP. Este punto representa la rentabilidad objetivo de la generación de inversión conservadora, es decir, la de mayor edad.

El punto naranja corresponde a la relación de 9,54% de rendimiento y un riesgo asociado de 5,0%. Este rendimiento se alcanza con un nivel de deuda de 52% y TRP de un 42%. Este punto representa una estrategia para una generación intermedia o en transición, que podría tolerar mayor exposición a riesgos a efecto de posibilitar mayores rendimientos.

El punto amarillo corresponde a nivel de inversión de 36% de deuda y 65% de TRP. Esta combinación de instrumentos permite alcanzar rendimientos de aproximadamente 12%, con un riesgo asociado de un 6%.

Finalmente, el último punto (en verde) de este ejemplo corresponde a inversiones de un 18% en instrumentos de deuda y de 82% en títulos de propiedad, lo cual tiene asociados una rentabilidad de más de 15%, con un nivel de riesgo de 8%. Representa las posibles inversiones para una generación joven, es decir, afiliados que puedan disfrutar de periodos de volatilidad, a cambio de altos retornos en las primeras etapas del ciclo de acumulación.

Con base en esta modelación se puede considerar lo siguiente:

1. Para portafolios conservadores, la meta de rentabilidad nominal es cercana al 5%. Por su parte, en portafolios agresivos, los rendimientos serían cercanos a 15% nominal.
2. La composición de activos oscila entre un 85% y un 20% de deuda, para un ciclo de vida de aproximadamente 40 años. Si bien estos resultados pueden variar significativamente en función de los activos seleccionables, sirven como evidencia de las trayectorias de inversión que pueden posibilitarse al momento de diseñar los espacios de límites en fondos generacionales.
3. Todos los puntos de la curva en el rango creciente pueden ser considerados opciones, a las cuales anualmente los gestores pueden aspirar para diseñar la transición histórica de las inversiones.
4. La velocidad con la cual se llegue de un punto a otro corresponde a una decisión del gestor de pensiones, la cual debe ser tomada en función del perfil de riesgo de los clientes, de cara a posibilitar la correcta selección de la entidad gestora.
5. Existe la posibilidad de que el gestor seleccione su asignación estratégica de activos de acuerdo con necesidades particulares, por lo tanto, la regulación de límites no debiera ser puntual, sino que debe trabajar con espacios relativamente amplios, facilitando la diferenciación de estrategias entre gestores, eso sí, marcando las diferencias entre las generaciones y los ajustes que se ofrezcan a lo largo del tiempo en las estrategias de inversión.

## 5.6. Límites de inversión propuestos

Los límites de inversión vigentes se han establecido en el *Reglamento de Gestión de Activos*, en los artículos 67 y 68. Dichos enunciados regulatorios representan límites generales que aplican a todos los fondos de pensión (voluntarios, básicos u ocupacionales, por ejemplo). La propuesta regulatoria busca mantener, con algunos ajustes de simplicidad y mejora, esta filosofía de límites generales, pero adicionando límites de inversión a los fondos generacionales para las categorías de instrumentos descrita en la sección 5.1.

Los límites regulatorios propuestos parten de la trayectoria de inversión descrita anteriormente, ampliándolos a efecto de poder posibilitar las diferencias entre gestores. Así, si el modelo de optimización arrojó evidencia de que la combinación de activos de menor volatilidad en los rendimientos está conformada por 85% deuda y 15% títulos representativos de propiedad, en lugar de consignar estos valores como límites se consigna un rango un 100% de posibilidad de invertir en deuda y un 30% en TRP. En esta línea, se debe de tener en cuenta que los límites pueden sumar más de 100% (se transponen), esto para facilitar los espacios ya mencionados, para que los gestores puedan diferenciarse y realizar ejercicios de optimización, con la menor cantidad de restricciones posible (ver cuadro siguiente).

Cuadro 9: Propuesta de límites máximos para fondos generaciones

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Generaciones** | **2024** | **2030** | **2040** | **2050** | **2060** |
| **<1969** | Deuda: 100%  TRP: 30% | Deuda: 100%  TRP: 20% | Deuda: 100%  TRP: 15% |  |  |
| **70s** | Deuda: 80%  TRP: 40% | Deuda: 100%  TRP: 30% | Deuda: 100%  TRP: 20% | Deuda: 100%  TRP: 15% |  |
| **80s** | Deuda: 60%  TRP: 60% | Deuda: 80%  TRP: 40% | Deuda: 100%  TRP: 30% | Deuda: 100%  TRP: 20% | Deuda: 100%  TRP: 15% |
| **1990>** | Deuda: 40%  TRP: 80% | Deuda: 60%  TRP: 60% | Deuda: 80%  TRP: 40% | Deuda: 100%  TRP: 30% | Deuda: 100%  TRP: 20% |
| **ROP (2023)** | Deuda: 70%  TRP: 30% |  |  |  |  |

Fuente: SUPEN

Nota: Los porcentajes mostrados corresponden a monto invertido sobre activos de cada fondo y los porcentajes de la modelación son porcentuales del total invertido, por lo tanto, existe además un mayor margen de inversión y diferenciación para cada gestor.

La propuesta de límites plantea puntos focales de cambio, al cumplirse cada década. Estos espacios reconocen la posibilidad de que cada gestor tenga estrategias graduales de selección de instrumentos, es decir, la velocidad con la que se llegue de una asignación estratégica a otra será una decisión de cada gestor. La revisión de las estrategias se realizará a través de seguimientos de la supervisión a las trayectorias de inversión, de manera mensual, es decir, verificando que exista un adecuado balance a lo largo del tiempo y en apego a la regulación.

Los límites propuestos guardan relación general con la experiencia internacional (ver sección 5.2), y con la modelación teórica realizada, de manera que representan opciones plausibles de gestión para el régimen obligatorio de pensiones.

## 5.7. Gestión de riesgos financieros

La operación de los fondos generacionales será regulada en el Reglamento de Gestión de Activos, además del Reglamento de Gobierno Corporativo y el Reglamento de Riesgos. Estos dos últimos dan un marco general para la gestión de riesgos y el sistema de control que dirigirá a los fondos generacionales. Otros cuerpos normativos como las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), son también de acatamiento para la gestión de fondos generacionales.

Con respecto a la gestión financiera, los fondos generacionales estarán expuestos a los riesgos propios del mercado bursátil, como el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado. Con respecto al riesgo de liquidez, el calce de plazos y la incorporación de grupos de aportantes en cada fondo generacional, ayudarán a cubrir eventuales requerimientos de efectivo (por ejemplo, libre transferencia y pago de pensiones).

Para la gestión del riesgo de mercado, además de la diversificación del portafolio del fondo generacional, la Superintendencia de Pensiones incluye en su Reglamento de Gestión de Activos la posibilidad de adquirir instrumentos derivados de cobertura. Esto por cuanto, la exposición a los diferentes riesgos financieros tiene un impacto significativo en la rentabilidad y estabilidad de estos fondos.

La inclusión de derivados financieros, si bien no forma parte estrictamente del proyecto de fondos generaciones, representa una alternativa para el mayor control de la volatilidad en los precios de los instrumentos, especialmente en las generaciones que así lo requieran.

# Capítulo 6: Beneficios y costos asociados a la propuesta

## 6.1. Beneficios

### 6.1.1 Aumento en la tasa de remplazo

La administración general de recursos previsionales, diferenciando estrategias de inversión, con el mismo nivel de aportación, puede alcanzar pensiones de una mayor cuantía. Específicamente, según las estimaciones de la SUPEN, este proyecto lograría pasar de un 16,5% a 19,8% de tasa de reemplazo[[21]](#footnote-22), en un horizonte de 40 años[[22]](#footnote-23). El siguiente cuadro muestra los resultados de estas estimaciones, segmentado los rendimientos que se alcanzarían por décadas, representando a las generaciones.

En el siguiente cuadro, los rendimientos son decrecientes según vaya aumentando la década, es decir, conforme se acerca la edad de pensión. En el escenario actual, donde no existen fondos generacionales, un rendimiento moderado de un 3% real por década, durante 40 años de aportación, generaría una tasa de remplazo de 16,5% con respecto a la proyección del salario.

En un escenario de estrategia de inversión conservadora en fondos generacionales la tasa de remplazo llegaría a 19,8%, mientras que, en un escenario de inversiones más agresivas, el remplazo del salario podría llegar a 24,1%.

Cuadro 10: Tasa de remplazo según rendimiento, distribución pode décadas

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Escenario | Rendimiento real por década | | | | | Tasa de remplazo |
| Anterior a 2030 | 2030 | 2040 | 2050 | Posterior a 2059 |
| Actual (sin fondos generacionales) | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 16,5% |
| Fondos generacionales con estrategia conservadora | 5% | 4,5% | 4% | 3,5% | 3% | 19,8% |
| Fondos generacionales con estrategia agresiva | 7% | 6% | 5% | 4% | 3% | 24,1% |

Fuente: SUPEN

Nota: Estimaciones para un afiliado que inicia con la figura de los fondos generacionales.

Para mayor detalle de estas estimaciones ver anexos 4 y 4.1

Los rendimientos históricos del régimen[[23]](#footnote-24), disponibles en la página de estadísticas de la SUPEN, han alcanzado hasta 12% real en algunos momentos desde su creación. Por lo tanto, la evidencia demuestra que hay espacio para que los gestores puedan establecer metas de rentabilidad como las mostradas en el cuadro anterior. Es de esperarse que los portafolios de los fondos generacionales deberán evolucionar hacia diferentes objetivos de rentabilidad y sus consecuentes tasas de remplazo objetivo, similares a las mostradas.

### 6.1.2. Simplificación de la regulación de inversiones

La propuesta de fondos generacionales simplifica la regulación de inversiones en al menos tres vías:

1. Se propone ajustar el artículo 17 del reglamento de gestión de activos, estableciendo clases de activos, comúnmente observados en la práctica internacional (es decir, eliminando la estructura actual de niveles de activos).
2. Se elimina el límite de inversión de hasta un 25% de los activos administrados en títulos representativos de propiedad nivel I (artículo 68, inciso b, numeral i). Este límite está actualmente vinculado al límite en el extranjero, de manera que, si una entidad justifica ante la superintendencia, de acuerdo con la regulación vigente, un porcentaje de inversión mayor en el sector extranjero, el límite del 25% se incrementaría en igual proporción. Así, no tiene sentido mantener estos dos límites, por lo cual se mantendrá únicamente el proceso de incremento establecido para el límite en el exterior.
3. Se ha identificado que con la derogatoria del Artículo 41 del Reglamento de Beneficios, mediante el artículo 5, del acta de la sesión 1696-2021, celebrada el 25 de octubre de 2021, donde se disponía que podían existir fondos de beneficios en dólares, no se derogó el último párrafo del Artículo 5 de dicha regulación, donde se estable que (…) “Las pensiones complementarias del ROP y del RVPC, podrán denominarse en dólares de los Estados Unidos de América, si, al momento de la suscripción del contrato respectivo, las partes acuerdan trasladar el capital para la pensión complementaria a esa moneda”, quedando en este momento una contradicción por la imposibilidad de establecer fondos de beneficio en dólares, requiriéndose por lo tanto ajustar la redacción de esa norma.

### 6.1.3. Selección de la alternativa de implementación

SUPEN considera que la implementación de este modelo tendrá bajo impacto en los ajustes a los sistemas tecnológicos, las labores operativas, así como en los controles que las operadoras deben implementar. Por parte, para la superintendencia, la reforma implica cambios concisos en el Manual de información, en los catálogos contables y en el proceso de suministro de información, dado que la propuesta se ha trabajado para que las generaciones sean tratadas como un fondo más, que se adiciona por medio de un identificador único, reutilizando la infraestructura existente.

### 6.1.4. Libre transferencia

La Superintendencia de Pensiones debe procurar que los afiliados reciban información suficiente y veraz para la toma de decisiones. En este contexto, toma relevancia la labor de comunicación de la entidad por medio de los promotores, por lo tanto, son los responsables de asesorar a los trabajadores al momento de gestionar su traslado hacia otra entidad.

Según el artículo 35 de la Ley de Protección al Trabajador (LPT), los agentes promotores de las operadoras deberán estar inscritos ante la SUPEN.  Además, el artículo 28 del RAF señala lo siguiente con respecto a los agentes promotores:

*Los agentes promotores están autorizados para realizar labores de promoción, divulgación y asesoramiento en relación con los planes de pensiones y beneficios, así como para realizar la afiliación a las entidades autorizadas para administrar planes de pensiones complementarias, de capitalización laboral y planes de ahorro voluntario.*

*Toda entidad autorizada, salvo las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito que administren fondos de capitalización laboral para sus propios asociados al amparo de lo dispuesto por el artículo 30 de la Ley 7983, está obligada a contar con, al menos, un agente promotor disponible en cada punto donde la entidad comercialice sus servicios.*

En este sentido, la presencia y el papel de los agentes promotores son fundamentales para el desarrollo y la accesibilidad de los planes de pensiones y beneficios. Su labor contribuye no solo a brindar información y asesoramiento a los potenciales afiliados, sino también a garantizar que las personas puedan tomar decisiones informadas y adecuadas en lo que respecta a su futuro financiero y sus necesidades de jubilación.

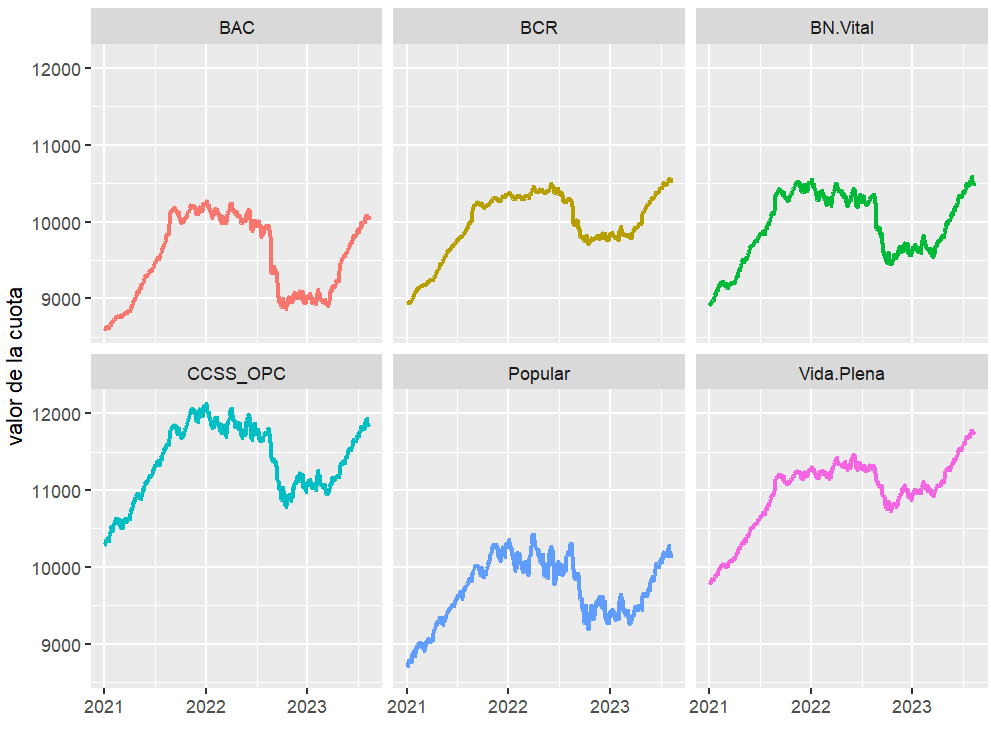
El afiliado, en general, puede ser vulnerable a prácticas comerciales tendientes a lograr su afiliación a determinada entidad en virtud de un limitado conocimiento previsional y capacidad de tomar una decisión basado en criterios técnicos[[24]](#footnote-25). Esta situación puede haber contribuido a que se haya venido incrementando el traslado de afiliados y recursos entre entidades autorizadas, con costos relevantes de comercialización en las operadoras de pensiones, las cuales han implementado ciertos esquemas de remuneración a promotores, debido a que el afiliado trasladado estará como cliente por lo menos seis meses, esto es, el período mínimo de permanencia.

El regulador propone reducir el tiempo de permanencia mínima, que producto de la crisis financiera se ubicó en seis meses a un mes, aspecto que puede incentivar a las entidades a mejorar el servicio y comunicación a sus afiliados, en procura de la fidelización de sus clientes.

Cuando se estableció el plazo de seis meses la preocupación de la Superintendencia giró en torno a aquellos factores que motivan a las personas a cambiar de entidad en escenarios desfavorables, en donde se hacía necesario dar un mayor espacio de tiempo para poder asimilar las volatilidades que se estaban presentando. Así se tomó la decisión de ajustar la regulación, estableciéndose que se pasara de un mes el plazo mínimo de permanencia en una entidad a seis meses.

Para agosto del 2023 hay evidencia que la crisis post pandemia está siendo gradualmente superada, demostrado por la recuperación continuada del valor de las inversiones que ya se acercan a valores de inicios del año 2022, con una tendencia creciente (ver gráfico siguiente).

Gráfico 7: ROP Valor Cuota del fondo de pensiones



Fuente: SUPEN a partir de datos de las entidades

Además del ajuste producto del retorno a la normalidad, producto de la recuperación del valor de las inversiones, la Superintendencia de Pensiones evaluó en conjunto con el Sistema Centralizado de Recaudación (SICERE), los aspectos operativos vinculados a la apertura de nuevos fondos en el sistema, llegando a la conclusión que la libre transferencia se puede realizar sin modificar la operativa actual. Es decir, las posibilidades de libre transferencia se mantienen tal y como se encuentran vigentes en la actualidad, por lo cual el trabajador sólo debe elegir gestor de pensiones y al ser trasladado, bastará con su fecha de nacimiento para ser asignado al fondo que le corresponde. Cuando la libre transferencia se ejerza a otra generación, el traslado se hará internamente en la operadora que corresponda.

## 6.2. Costos

### 6.2.1. Costo para los afiliados (comisiones)

El resultado de los análisis del supervisor fue que no es necesario, en este momento, cambiar los topes de comisión existentes. Las razones que llevaron a esta decisión son las siguientes:

1. El modelo de gestión de los recursos propuesto, donde se crean fondos separados, fue elegido por su relativo poco impacto en las operaciones de los gestores de pensiones, en donde la apertura de un fondo adicional no requiere mayores transformaciones en los sistemas informáticos y procedimientos vigentes. Si bien la experiencia internacional apunta a múltiples fondos por generación, o como en el caso mexicano cada cinco años, esta propuesta opta por trabajar con décadas, procurando no incrementar de manera importante los gastos en que incurren los gestores.
2. Se reconoce que existe una mayor sofisticación de los procesos de gestión de los activos, dado que se pasa de un fondo a tener cuatro en el 2024, sin embargo, las estrategias de gestión de activos tienen una serie de economías de escala asociadas, en donde el conocimiento técnico, así como los modelos de optimización y gobernanza, pueden adaptarse en procura de servir transversalmente a los fondos existentes.
3. Establecer una comisión diferenciada por fondo genera un tratamiento distinto entre generaciones que puede resultar en que las comisiones para un determinado grupo de la población, en función de su edad, podría ser entendido como una discriminación o diferenciación, ya que presumiblemente a las generaciones jóvenes se les cobraría más que a las generaciones de mayor edad.
4. La gestión de los instrumentos de renta variable puede ser más especializada que la de los instrumentos de renta fija. Ya que ambos tipos de instrumentos pertenecerán a los portafolios de todos los fondos, tal cual ocurre hoy (donde la inversión en renta variable es principalmente en títulos ETF, que, de manera general, son relativamente simples), el proyecto no adiciona nuevos conocimientos técnicos a los requeridos.
5. Si bien en el corto plazo las generaciones jóvenes tendrán un mayor porcentaje de los instrumentos que pudieran estar asociados a un mayor costo de gestión, a lo largo del tiempo este tipo de instrumento será sustituido por otros en mayor proporción de menor complejidad, por lo tanto, se podría estar en presencia de comisiones decrecientes a lo largo de la vida, lo cual dificulta operativamente los procesos de cobro, dado que no sólo sería una comisión diferenciada, sino además, una decreciente en el tiempo, teniendo por lo tanto que balancearse constantemente, en función de la complejidad de los instrumentos elegidos para los fondos.

Adicionalmente, los fondos generacionales pretenden en el corto, mediano y largo plazo incrementar los saldos de los trabajadores, por lo tanto, al existir una comisión sobre saldo, los ingresos para los gestores se verán también beneficiados en igual proporción, siendo esto un esquema de mutuo beneficio para las partes.

La comisión máxima autorizada por el regulador de pensiones es de 0,35% anual sobre saldo administrado.

### 6.2.2. Efecto sobre los resultados operativos en las entidades administradoras

Con el propósito de evaluar el impacto de esta propuesta en los resultados financieros de las entidades, se procedió a construir un modelo de proyección de las principales líneas operativas del negocio (ingresos y gastos operativos).

La proyección de ingresos se realiza tomando como base los ingresos de las entidades producto de las comisiones por administración, las cuales son incrementadas para los próximos años (2024 y 2025), dado el crecimiento de los activos, generado por las nuevas estrategias de inversión, las cuales se representan en tres escenarios: crecimiento bajo 5%; crecimiento medio 10%; crecimiento alto de un 15%.

Para la estimación de los gastos operativos para los próximos años se tomó como base la información histórica de agosto de 2020 a junio de 2023. Primero, se incrementaron los ingresos operativos según tres escenarios: crecimiento bajo (5%), crecimiento medio (10%) y crecimiento alto (15%). En segundo lugar, se modeló el incremento en los gastos producto de la reforma. En esa línea, se reconoce un crecimiento de las cuentas de gasto agregado de un nivel de 5% de crecimiento, dato respaldado por los datos históricos. En tercer lugar, se les adiciona a los gastos operativos vigentes un nuevo componente, producto de los posibles gastos adicionales que se tendrán como resultado del proyecto de fondos generacionales. Específicamente se reconoce un crecimiento en las cuentas de servicios y gastos de personal. Este último incremento se modeló como el monto que en el 80% de las veces fue el más alto en los registros históricos mensuales en esos rubros.

Gráfico 10: Proyecciones de gastos operativos y gastos adicionales por Fondos Generacionales, por año, según gestor

*Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y  la  sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional.*

Para contrastar los resultados de esta estimación, se toma como referencia una estimación de costos (dentro de ellos la adquisición de un software especializado en la gestión y optimización de portafolios de inversión), la cual no es considerada como gasto, dado que podría ser tratada contablemente como inversión. Considerando datos generales de la industria, en total de gastos adicionales por el proyecto, sin considerar el software para la implementación de modelos de asignación de activos y optimización de portafolios de inversión, se estima, en promedio por Operadora, un monto de 219 millones de colones, mientras que el modelo de proyección de la SUPEN reconoce en promedio 362 millones.

Cuadro 11: Estimaciones de incrementos en gastos

*Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y  la  sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional.*

A partir de las estimaciones de ingresos y gastos, más el costo incremental de proyecto para cada entidad, se calcula el resultado operativo como porcentaje del patrimonio (ROE por sus siglas en inglés).

Cuadro 12: Efecto de Fondos Generacionales en el ROE operativo de las entidades

*Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y  la  sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional.*

Como resultado y para los próximos años, en el escenario de bajo crecimiento en los saldos de los trabajadores, las entidades mantendrían los márgenes de operación vigentes al 2023. De existir una recuperación, como se prevé en el escenario medio, con crecimientos semejantes a los que se tuvieron antes de la pandemia, con tasas de alrededor de 10% de crecimiento en los activos administrados, los indicadores operativos de las entidades mejorarían para todas las entidades. Tal y como es de esperar, si el saldo de los afiliados crece más, producto de las nuevas estrategias de inversión, los ingresos por comisión sobre saldo administrado también tendrán un efecto adicional que favorecerá aún más los resultados operativos de las entidades, llevándolos a nivel muy superiores a los vigentes al año 2023 al llegar al año 2025. Es por esto que no se considera necesario proponer ajustes a las comisiones en este momento.

# Capítulo 7: Riesgos asociados a la propuesta

## 7.1. Transición demográfica que afecte la apertura de nuevos fondos por década

La baja natalidad costarricense hace necesario evaluar la apertura de nuevas generaciones en función de las transiciones demográficas, si el ritmo de crecimiento de la población disminuye, así como si se presentara una transformación del mercado laboral, donde podría migrarse en los próximos años a una mayor proporción de personas en condición de trabajadores independientes o informales, en detrimento del trabajador asalariado, podría comprometer los flujos proyectados de crecimiento de las generaciones, y por lo tanto condicionar en qué momento debe la generación de jóvenes separarse.

## 7.2. Nuevas crisis financieras

El momento de vigencia de la separación del ROP en fondos por generación, parte del supuesto de que en la fecha focal octubre del año 2024 se presentará relativa estabilidad en los mercados financieros. Hecho que permite disponer de información sin volatilidades influenciadas por las crisis, que pudieran generar problemas en los modelos de optimización que este proyecto requiere.

De presentarse nuevas crisis en los mercados financieros, podría ser necesario evaluar la fecha de entrada a regir de la propuesta, procurando que la separación del ROP se dé en un momento de estabilidad en cuanto al valor de las inversiones, a efecto de evitar la materialización de pérdidas por ajustes en los portafolios de inversión que impidan formar expectativas sobre los instrumentos que conformarían las estrategias de inversión.

# Bibliografía

Chile. (s.f.). *Ley 19795 Inversión de los fondos de pensiones*. Obtenido de Biblioteca del Congreso: https://www.bcn.cl/leychile/navegar?i=194918

Chile, S. d. (s.f.). *Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones*. Obtenido de Marco Normativo de las Inversiones de los Fondos de Pensiones: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-8473\_recurso\_1.pdf

Ciedess. (s.f.). *Fondos generacionales: México, EEUU y Reino Unido, los casos de referencia para la reforma de pensiones en Chile*. Obtenido de La Seguridad Social en Chile: https://www.ciedess.cl/601/w3-article-11376.html

Colombia. (s.f.). *Decreto 2955 DE 2010*. Obtenido de Régimen de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias: https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40123

CONASSIF. (s.f.). *Reglamento de Beneficios del Régimen de Capitalización Individual*. Obtenido de Procuradurio General de la República: http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm\_texto\_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=73664&nValor3=90491&strTipM=TC

Investopedia. (s.f.). *What Is a Target-Date Fund?* Obtenido de Investment, Guide to mutual funds: https://www.investopedia.com/terms/t/target-date\_fund.asp

Markowitz. (s.f.). *Modelo de optimización de portafolio*. Obtenido de https://www.math.hkust.edu.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz\_JF.pdf: https://www.math.hkust.edu.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz\_JF.pdf

México. (s.f.). *Todo lo que necesitas saber sobre las SIEFORES Generacionales*. Obtenido de Consar: https://www.gob.mx/consar/articulos/todo-lo-que-necesitas-saber-sobre-las-siefores-generacionales?idiom=es

Perú. (s.f.). *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*. Obtenido de Cartilla Informativa Multifondos: https://www.sbs.gob.pe/sistema-privado-de-pensiones/multifondos

Vereckey, B. (23 de Mayo de 2022). *MIT Management Sloan School*. Obtenido de Study: How target date funds impact investment behavior: https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/study-how-target-date-funds-impact-investment-behavior

# Anexos

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| ID | Detalle | Archivos |
| 1 | Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) Proyecto de estudio de fondos generacionales. | \* |
| 2 | Estudio sobre conformación de grupos etarios. | \*\* |
| 3 | Instrumentos seleccionados en el modelo de optimización. |  |
| 4 | Modelación de efectos en tasa de remplazo. |  |
| 4.1 | Modelo estático de estimación de tasa de remplazo. |  |
| 5 | ACOP: Observaciones de ACOP a Fondos Generacionales. | \* |
| 6 | Valoraciones técnicas realizadas con el SICERE. | \* |
| 7 | Análisis y proyección de ROE´s de las entidades. | \*\* |

(\*) Documento de circulación restringida, en la cual el supervisor no dispone de autorización para su publicación a terceros.

(\*\*) Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y la sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional.

1. La información contenida en este documento es propiedad intelectual de la Superintendencia de Pensiones (SUPEN). La SUPEN no se hace legalmente responsable de la transmisión incorrecta de la información aquí contenida. Cualquier duda o consulta sobre este documento debe ser canalizarla a la dirección de correo SUPEN@SUPEN.fi.cr. [↑](#footnote-ref-2)
2. La propuesta tiene como contexto un régimen de capitalización individual de contribución definida que no garantiza prestaciones definidas, como sí lo hace un régimen de capitalización colectiva, sin embargo, procura fortalecer la tasa de reemplazo. [↑](#footnote-ref-3)
3. Asignación Estratégica de activos: conjunto de decisiones relativas a la combinación de los diferentes tipos de activos, divisas, zonas geográficas, entre otros, de una cartera de inversión, de acuerdo con el perfil de riesgo del inversor. [↑](#footnote-ref-4)
4. Tasa de remplazo: relación del monto de pensión a salario de referencia del trabajador. [↑](#footnote-ref-5)
5. La seguridad económica es un concepto establecido en el artículo 22 de la Ley de Protección al Trabajador, que busca resguardar los intereses de los afiliados al momento de su pensión. [↑](#footnote-ref-6)
6. El Transitorio I del *Reglamento de Beneficios del Régimen de Capitalización Individual* estableció que, hasta el 31 diciembre del 2024, los recursos correspondientes a las distintas modalidades de pensión complementaria se administrarán dentro del fondo correspondiente al Régimen Obligatorio de Pensiones de cada entidad. [↑](#footnote-ref-7)
7. *Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y la sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional*. [↑](#footnote-ref-8)
8. [Enlace](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwi4u-C-u4eBAxWLTjABHfl3DtUQFnoECBoQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.hacienda.cl%2Fnoticias-y-eventos%2Fpresentaciones%2Fpresentacion-del-gobierno-sobre-la-reforma-de-pensiones-ante-la-camara-de&usg=AOvVaw30c0nikjThzu-nrvYglsv2&opi=89978449) a la propuesta de reforma chilena. [↑](#footnote-ref-9)
9. Una alternativa para los pensionados es la renta vitalicia, la cual es un producto ofrecido por aseguradoras, con lo cual su gestión financiera es la de un seguro, no la de un fondo de pensión. [↑](#footnote-ref-10)
10. Una SIEFORE es el fondo de inversión en el cual las AFP invierten los recursos de los trabajadores para generar rendimientos. [↑](#footnote-ref-11)
11. Enlace al prospecto del fondo Vanguard 20245: https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/profile/vtivx [↑](#footnote-ref-12)
12. Se tuvo contacto con México, reuniones de AIOS, gestores de pensiones como Vanguard, entre otros. [↑](#footnote-ref-13)
13. Puede consultarse más información sobre este tipo de administración financiera en el siguiente enlace: https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/fondos/fondo-paraguas-t-604 [↑](#footnote-ref-14)
14. Este estudio reconoce la posibilidad que tienen los afiliados a tener saldo en dos fondos generacionales, producto de su condición de asalariado y al mismo tiempo en condición de pensionado. Este es el caso de las personas jóvenes que disfrutan de una pensión por sobrevivencia. Según datos suministrados por los regímenes básicos, alrededor de 55% de las pensiones otorgadas son por vejez, 28% por sobrevivencia y 17% por invalidez (a diciembre de 2020). [↑](#footnote-ref-15)
15. *Se suprime la información de carácter privado de las operadoras, según el artículo 24 de la Constitución Política, el artículo 166 de la Ley reguladora del mercado de Valores, y la sentencia No. 2120-2003 de las 13:30 horas del 14 de marzo del 2003 de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, reiterada por la resolución de ese mismo órgano jurisdiccional Nº 2023006926 de las nueve horas treinta minutos del veinticuatro de marzo de dos mil veintitrés, jurisprudencia de acatamiento obligatorio, según señala el artículo 13 de la Ley de la jurisdicción constitucional*. [↑](#footnote-ref-16)
16. ídem. [↑](#footnote-ref-17)
17. Reglamento de Gestión de Activos de la SUPEN y Reglamento de Custodia de la SUGEVAL. [↑](#footnote-ref-18)
18. A diferencia del mercado de valores costarricense, el mercado de valores de México ofrece una amplia gama de instrumentos locales con los cuales diferenciar portafolios (incluidos instrumentos de renta variable). En Costa Rica, más del 90% de las emisiones son de tipo deuda y altamente concentrada en un único emisor: el Ministerio de Hacienda. [↑](#footnote-ref-19)
19. El glide path muestra la gestión de las inversiones a lo largo del tiempo y la selección de activos conforme se acerca la fecha de jubilarse. No se trata de una selección de activos antojadiza, sino que corresponde a la planificación de las inversiones por el plazo de permanencia de la generación, realizándose rebalanceos periódicos del portafolio a lo largo de tiempo hasta llegar a su edad de retiro, sin limitar la gestión de las inversiones. [↑](#footnote-ref-20)
20. El Índice de Sharpe se calcula restando la rentabilidad de un activo sin riesgo a la rentabilidad de nuestra inversión y dividendo el resultado entre el riesgo, calculado como la desviación típica de la rentabilidad de la inversión. [↑](#footnote-ref-21)
21. Relación de pensión a salario, es decir, si el salario es de 500 mil y se tiene una pensión de 90 mil colones, la tasa de remplazo es de un 18% (90/500). [↑](#footnote-ref-22)
22. Los escenarios modelados por SUPEN se realizaron tomando 10 meses de aportación anual, un nivel de inflación del 3% y un crecimiento del salario de al menos ese nivel inflacionario. [↑](#footnote-ref-23)
23. Disponibles en <https://webapps.supen.fi.cr/contenedor/2> [↑](#footnote-ref-24)
24. Entre el mes de febrero y marzo de 2022 la SUPEN contrató una encuesta a nivel nacional para medir el grado de conocimiento que tiene la población sobre el sistema nacional de pensiones. Dentro de los resultados se encontró que del 54% del total de entrevistados señaló que no sabe que es el ROP, subiendo este porcentaje de desconocimiento a un 67% en el caso de los trabajadores independientes. [↑](#footnote-ref-25)