



**Departamento de Estudios Especiales y  
Valoración de Riesgo**

**Nota técnica N° 1**

**NT-2004-01**

# **EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN EN EL SISTEMA DE PREVISIÓN SOCIAL**

**Minor Morales Vincenti**

**Noviembre 2003**

**Clasificación JEL: G23**

**Clave: Inversiones, Pensiones, Análisis de  
riesgo**

**Las ideas representadas en este documento son responsabilidad de los autores  
y no necesariamente representan la opinión de la Superintendencia de  
Pensiones.**

## **TABLA DE CONTENIDO**

I.	INTRODUCCIÓN .....	3
II.	LOS RIESGOS FINANCIEROS EN LOS SISTEMAS DE PENSIONES.....	3
	Riesgo de variaciones no esperadas en las tasas de interés .....	3
	Riesgo de insolvencia .....	4
	Riesgo de inflación.....	4
	Riesgo de tipo de cambio .....	4
	Riesgo de liquidez.....	4
	Riesgo de volatilidad.....	4
III.	PRINCIPIOS INTERNACIONALES PARA LAS INVERSIONES .....	4
IV.	MARCO LEGAL .....	6
V.	MARCO NORMATIVO .....	7
	A. Normativa prudencial para la administración del riesgo.....	8
	B. Disposiciones para realizar inversiones en valores emisores nacionales y extranjeros .....	8
	C. Límites.....	8
	D. Intermediarios.....	10
	E. Custodia .....	10
	F. Valoración y tratamiento de excesos .....	10
VI.	MODIFICACIONES A LA NORMATIVA EN MATERIA DE INVERSIONES .....	11
VII.	LA SITUACIÓN ACTUAL DE LAS INVERSIONES DE LAS ENTIDADES REGULADAS.....	11
	Régimen de capitalización individual .....	11
	Regímenes básicos y los fondos complementarios creados por ley especial .....	13
VIII.	CONCLUSIONES.....	14
IX.	BIBLIOGRAFÍA .....	15

# **EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN EN EL SISTEMA DE PREVISIÓN SOCIAL**

**Minor Morales Vincenti<sup>1</sup>**

## **I. INTRODUCCIÓN**

Uno de los elementos más importante en cualquier sistema de pensiones es la forma en que son administrados los recursos que regularmente los afiliados traspasan a las entidades públicas o privadas (regímenes básicos, fondos complementarios y operadoras de pensiones) creadas con ese fin.

En este sentido, es labor primordial de esas entidades el lograr establecer una adecuada relación riesgo-rendimiento en la cual los aportes alcancen rentabilidades reales positivas que les provean en el futuro a los trabajadores una pensión digna, pero que a su vez no pongan en peligro esos fondos.

Este documento pretende identificar cuales son los riesgos a los cuales se exponen las carteras de valores propiedad de los afiliados, describiendo además los parámetros legales y técnicos sobre los cuales se enmarca la operativa, en términos de inversiones, que pueden realizar las entidades supervisadas<sup>2</sup> por la Superintendencia de Pensiones (SUPEN).

## **II. LOS RIESGOS FINANCIEROS EN LOS SISTEMAS DE PENSIONES**

En primera instancia se hace necesario reconocer los potenciales riesgos a que se puede exponer un portafolio de inversiones:

### ***Riesgo de variaciones no esperadas en las tasas de interés***

Consecuencia, como su nombre indica, de variaciones en las tasas de interés en sentido diferente al esperado, este riesgo a su vez, se divide en otros dos: riesgo de mercado o *market risk* y riesgo de reinversión o *reinvestment risk*.

El primero es el que origina las pérdidas de capital en el valor de mercado del activo originadas por un aumento en las tasas de interés. La mayor o menor sensibilidad del precio ante las variaciones que se puedan producir en las tasas de interés de mercado dependerán de las características propias del activo (por ejemplo, en el caso de un bono la fecha y mecanismo de reembolso, los flujos de caja y su periodicidad, entre otras).

El riesgo de reinversión se materializa cuando la reinversión del propio activo o de sus flujos de caja debe realizarse a tasas inferiores a los previstos y, como en el caso anterior, la mayor o menor incidencia de este efecto, dependerá de las características específicas del activo.

---

<sup>1</sup> [moralesvm@supen.fi.cr](mailto:moralesvm@supen.fi.cr)

<sup>2</sup> Según lo definido en el Artículo 2 de la Ley 7983, son entidades supervisadas "...Todas las entidades autorizadas, la CCSS en lo relativo al Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte y todas las entidades administradoras de regímenes de pensiones creados por leyes o convenciones colectivas, antes de la vigencia de esta Ley ..."

### **Riesgo de insolvencia**

Derivado de la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones por parte del emisor (volviendo al ejemplo del bono, el pago de cupones y/o amortización del principal en las fechas establecidas). El riesgo de insolvencia o *default risk* también es conocido como riesgo de crédito o *credit risk*. En cualquier caso para su gestión resulta especialmente útil la información proporcionada por las agencias de calificación, que evalúan la calidad de las emisiones y de los emisores sobre la base de la posibilidad de incumplimiento. La calificación o *rating* influirá sobre la rentabilidad de la emisión.

### **Riesgo de inflación**

El riesgo de inflación o *inflation risk* o *purchasing power risk*, es consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo que se genera por aumentos de la inflación (fácilmente observable si pensamos en una emisión que promete una tasa de interés fijo a lo largo de la vida de la emisión).

### **Riesgo de tipo de cambio**

Derivado del desconocimiento del precio de una divisa en el que se va a realizar una transacción. Concretamente, el riesgo de tipo de cambio o *exchange risk* o *currency risk*, se materializa por variaciones en el tipo de cambio en sentido contrario al esperado. Lógicamente afecta a aquellas emisiones denominadas en divisas cuando la variación del precio de la divisa resulte adversa a la posición de la inversión.

### **Riesgo de liquidez**

En inglés denominado *liquidity risk* o *marketability risk*. Hace referencia a la posibilidad de que el activo pueda ser vendido fácilmente, antes de su vencimiento, sin sufrir pérdidas importantes de capital. Una menor liquidez redundará, si el resto de características permanecen iguales, en una mayor rentabilidad exigida.

### **Riesgo de volatilidad**

Referido a aquellos activos que llevan incorporadas determinadas opciones y cuyo precio depende, además del nivel de los tasas de interés, de factores que puedan influir en el valor de las opciones incorporadas, como puede ser la volatilidad en las tasas de interés. El riesgo de volatilidad o *volatility risk* es el derivado de que un cambio en la volatilidad afecte negativamente al precio del bono.

## **III. PRINCIPIOS INTERNACIONALES PARA LAS INVERSIONES**

La Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensión (AIOS) aprobó en su Asamblea Anual, celebrada en noviembre del 2003, los principios básicos para el logro de las mejores prácticas de supervisión de pensiones en los países miembros, estableciendo para el caso de las inversiones los siguientes:

- i) El supervisor establecerá la normativa básica que permita minimizar los riesgos operacionales del proceso de inversiones.

- ii) El supervisor debe establecer mecanismos de certificación, para los funcionarios de las administradoras encargados del manejo de las inversiones, que permitan documentar de manera objetiva su conocimiento en materia de inversiones y riesgos.
- iii) El supervisor debe establecer regulaciones que promuevan la formación de carteras eficientes.
- iv) Las transacciones deben efectuarse en mercados autorizados con un adecuado sistema de fiscalización, control e información pública disponible en forma periódica. Estas características son aplicables también a las transacciones realizadas por medio de agentes.
- v) Las inversiones deben efectuarse en valores cuyos emisores cuenten con grado de inversión. La inversión en el exterior también debe ser autorizada y normada con criterios de diversificación y administración de riesgos.
- vi) El regulador deberá asegurar la correcta valoración, de todos los activos administrados y los valores cuota, a través de la valuación a mercado (*mark to market*) por un tercero sin conflicto de interés.
- vii) Los instrumentos representativos de las inversiones de los fondos de pensión deben depositarse o registrarse en instituciones especializadas de custodia debidamente reguladas.
- viii) El gestor deberá adoptar adecuadas prácticas de gobierno corporativo, tanto en sus políticas de administración como en las de gestión de los recursos de los afiliados por medio de instrumentos autorizados. En las políticas de administración relacionadas con la participación de los fondos administrados en los instrumentos autorizados el gestor deberá adoptar prácticas de gobierno corporativo.

Por su parte, el Banco Mundial discutió durante “La Tercera Conferencia de Administración de Fondos de Pensión Públicos”, celebrada en Washington durante el mes de setiembre del 2004, la definición de las mejores prácticas de administración que permitan mantener fondos de pensiones sostenibles en el tiempo según lo observado durante las últimas décadas a nivel mundial. Para este cometido propuso los siguientes principios de políticas de inversiones

- a) La política de inversión debe sustentarse en que el propósito de acumular e invertir las reservas de pensión es únicamente para el beneficio de los miembros del plan de pensión.
- b) La política de inversión establecida por los directores debe estar totalmente documentada y, además, debe estar disponible para los afiliados un resumen de ésta.
- c) La política de inversión debe identificar todos los riesgos relevantes así como la definición de metodologías de medición, monitoreo y administración.
- d) La política de inversión debe delinear claramente el rol de los administradores y los criterios para seleccionar y retener proveedores de servicios relevantes. Los criterios deben basarse en “*benchmarks*” objetivos que sean entregados regularmente a la directiva de manera que esta pueda entender su desempeño.

#### **IV. MARCO LEGAL**

La Ley 7983 “Ley de Protección al Trabajador” incluye en el Título VI todos los aspectos de carácter general relativos al régimen de inversión aplicable a las entidades supervisadas por la SUPEN, salvo lo concerniente a Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) de la Caja Costarricense del Seguro Social que se rige por lo establecido en su Ley Orgánica.

Es así como el Artículo 60 establece:

***“...Principios rectores de las inversiones***

*Las entidades autorizadas y reguladas por la Superintendencia se regirán por los siguientes principios:*

- a) Los recursos de los fondos no estarán sujetos a las disposiciones de regulación del Banco Central de Costa Rica.*
- b) Deberán ser invertidos para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia dicte sobre el particular.*
- c) Los recursos de los fondos solo podrán ser invertidos en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras.*
- d) Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.*
- e) Deberán negociarse mediante los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores o directamente en las entidades financieras debidamente autorizadas.*
- f) La Superintendencia deberá procurar que las operadoras, sin menoscabo del principio expuesto en el inciso b) de este Artículo, inviertan los recursos de los fondos en instrumentos que permitan a los afiliados participar directamente de las rentas derivadas de la propiedad de los factores de producción. Adicionalmente, la Superintendencia procurará una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para la clase trabajadora.*
- g) La Superintendencia de Pensiones podrá excluir la adquisición de determinados valores, en función de la calificación de riesgo. ...”*

En términos de los límites aplicables a los instrumentos y valores admisibles, la Ley faculta a que la SUPEN defina por la vía reglamentaria dichos límites procurando una adecuada diversificación del riesgo y regulando los conflictos de interés que pudiesen surgir. No obstante, impone un límite de inversión mínimo del 15% de los recursos del Régimen Obligatorio de Pensiones para destinarlo a la adquisición de títulos valores con garantía hipotecaria, emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda siempre y cuando estos valores al menos rindan igual al promedio de otras inversiones que realicen las entidades.

En materia de inversión en valores y plazas extranjeros, la legislación imperante estipula como límite máximo de inversión un 25% en valores negociados en mercados de valores locales o extranjeros, pudiendo ampliarse hasta un 50% si se determina que el rendimiento real de esos valores es mayor a los que ofertan emisores nacionales, situación

que deberá ser autorizada por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

Por otra parte, en el Artículo 63 se establecen las prohibiciones de inversión aplicables a los recursos de los fondos, relativos a limitar los conflictos de interés provocados por relaciones de consanguinidad o afinidad, o por la existencia grupos de interés económico y financiero. Igualmente, se inhibe la posibilidad de los administradores de los fondos a realizar cualquier operación en la cual se requiera la constitución de prendas o garantías sobre los activos de los fondos de pensiones.

Finalmente, la Ley prevé el mecanismo de separación patrimonial entre los recursos del fondo y la de la entidad administradora, no solo contablemente sino también operativamente, es decir, los valores del fondo son custodiados por una instancia de custodia autorizada bajo los términos establecidos en la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

## **V. MARCO NORMATIVO**

Haciendo uso de las facultades que le otorga la Ley, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero mediante artículo #6, de la Sesión 355-2003, celebrada el 11 de febrero de 2003 aprobó el Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas<sup>3</sup>.

Este cuerpo reglamentario vino a modificar el Reglamento de Apertura y Funcionamiento de las Entidades Autorizadas y los Fondos, y en el Reglamento para la regulación de los Sistemas de Pensiones Complementarias, creados por Ley Especial o Convención Colectiva y los Regímenes Públicos Sustitutos del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte.

Anteriormente la regulación establecía límites por emisor, pero pobres lineamientos en cuanto a instrumentos y plazos; la autorización para la inversión en instrumentos denominados únicamente en dólares estadounidenses; y restricciones excesivas en un entorno de escaso papel.

Así las cosas, con la aprobación de esa nueva normativa de inversiones se buscó limitar los conflictos de interés entre el administrador y los afiliados, establecer un piso mínimo a la diversificación que permita minimizar riesgos económicos y financieros, incorporar incentivos a la buena administración, así como imponer limitaciones a la inversión a través del control de la concentración en instrumentos y mercados.

Estas normas constituyen un eslabón crítico dentro del modelo de supervisión planteado por la SUPEN, incorporando elementos novedosos en la normativa costarricense como lo es el caso de los Comités de Riesgo y Unidades de Administración Integral de Riesgo con los que se busca que las entidades autorizadas realicen una adecuada medición de los riesgos de mercado, sistémicos y operativos.

Dichos reglamentos se estructuraron fundamentalmente bajo el siguiente esquema:

- Normativa prudencial para la administración del riesgo.
- Disposiciones para realizar inversiones en valores emisores nacionales y extranjeros.

---

<sup>3</sup> Publicado en La Gaceta #36 de 20 de febrero de 2003.

- Mercados y los valores.
- Límites.
- Intermediarios.
- Custodia.
- Valoración y tratamiento de excesos.

En este último aspecto, se ha venido dando relevancia a la valoración de mercado como un importante insumo en la estrategia de supervisión, ya que consiste en un parámetro para medir la gestión de las entidades en sus procesos de manejo de portafolios.

#### **A. Normativa prudencial para la administración del riesgo.**

Con esto se busca que la gestión interna del riesgo por parte de las entidades autorizadas esté orientada a generar una cultura y prácticas de alto nivel técnico en su administración, para lo cual deben mantener permanentemente una adecuada evaluación, administración y valoración de los riesgos inherentes al negocio.

Para ello, deben establecer políticas claras y precisas que definan los criterios bajo los cuales la organización en general debe evaluar, calificar y controlar los riesgos de la entidad. Igualmente, las instancias de gobierno corporativo o de control deben adoptar las políticas y mecanismos necesarios para asegurar el cumplimiento estricto de las instrucciones mínimas que se han definido.

La Superintendencia, mediante visitas de inspección, generales, especiales o por cualquier otro medio, evalúa regularmente las metodologías y procedimientos adoptados por las entidades supervisadas para el análisis y manejo del riesgo.

#### **B. Disposiciones para realizar inversiones en valores emisores nacionales y extranjeros**

La normativa vigente aborda con gran amplitud los requisitos, condiciones, tipos y límites a los cuales deberán sujetarse las entidades para realizar las inversiones de los recursos de los afiliados.

Algunos de los requisitos genéricos aplicables a los valores tanto locales como extranjeros son los siguientes:

- Deben estar debidamente autorizados para realizar oferta pública por un organismo competente.
- Los mercados en los cuales se negocien, intermedien o custodien dichos valores deben ser oficialmente reconocidos y regulados por un organismo competente.

Asimismo, se han implementado requisitos mínimos de sistemas de información y de administración de riesgos para poder acceder a los mercados internacionales de valores.

#### **C. Límites**

Los límites por sector y emisor se establecen a través de la calificación de riesgo crediticio. En este sentido, en el caso de valores extranjeros solo se admiten aquellos que



presenten niveles de riesgo no especulativo así catalogadas por las firmas más importantes y renombradas a nivel internacional.

Adicionalmente, en el Reglamento se establecen las siguientes limitaciones:

***“...Artículo 28. Inversiones no autorizadas***

*Los recursos de los fondos administrados por las entidades autorizadas no podrán ser invertidos en:*

- a) Valores emitidos o avalados por las siguientes empresas:*
- b) Otras entidades autorizadas por la Superintendencia de Pensiones, según la definición establecida en el Artículo 2 de la Ley de Protección al Trabajador.*
  - i) Sociedades administradoras de fondos de inversión.*
  - ii) Sociedades calificadoras de riesgo.*
  - iii) Bolsas de valores.*
  - iv) Puestos de bolsa.*
  - v) Sociedades cuyo objeto exclusivo sea el de custodia y depósito de valores, y*
  - vi) Sociedades titularizadoras.*
- c) Valores emitidos o garantizados por miembros de la Junta Directiva, gerentes o apoderados de las entidades autorizadas o sus cónyuges; o por parientes de éstos hasta el primer grado por consanguinidad o afinidad.*
- d) Valores emitidos o garantizados por personas físicas o jurídicas que tengan en el ente una participación accionaria superior al cinco por ciento (5%) o cualquier otra forma de control efectivo, ya sea este control de alguna de las gerencias de la entidad o control de los miembros de la junta directiva o consejo de administración, o por personas jurídicas relacionadas que integren el mismo grupo de interés económico o financiero.*
- e) Valores emitidos o garantizados por parientes, hasta el segundo grado por consanguinidad o afinidad, de los miembros de la Junta Directiva, los gerentes o apoderados de los entes regulados, o por sociedades o empresas en las que cualesquiera de dichos parientes, individualmente o en conjunto, posean una participación accionaria superior al cinco por ciento (5%) o cualquier otra forma de control efectivo.*
- f) Títulos o valores que hayan sido dados en garantía, o que sean objeto de gravámenes, embargos o anotaciones al momento de adquirirse, salvo las operaciones en recompras y repartos.*
- g) Participaciones de fondos de inversión concentrados privados según lo normado por la Superintendencia General de Valores.*
- h) En ningún caso las entidades autorizadas podrán realizar operaciones de caución ni operaciones financieras que requieran la constitución de prendas o garantías sobre el activo del fondo.*
- i) El otorgamiento de préstamos ni avales a sus afiliados o accionistas con recursos de los fondos administrados, ni con sus propios recursos...”*

Los límites de inversión consideran la tipología de los fondos y establece que el ámbito de acción es aplicable también a los recursos del Capital Mínimo de Funcionamiento de las entidades.

#### **D. Intermediarios**

Para el caso de los intermediarios mediante los cuales se realicen las operaciones de compraventa de valores, las entidades autorizadas podrán utilizar únicamente aquellos que estén supervisados por la Superintendencia General de Valores o cualquier otra entidad homóloga a nivel internacional.

Adicionalmente se han establecido requerimientos de calificación crediticia de dichos intermediarios, así como la delimitación contractual de las operaciones que pueden realizar, aspectos relacionados con la retribución a dichos intermediarios y delimitación de responsabilidades.

Dentro de los procedimientos de inversión, solo se contempla la posibilidad de transar bajo el mecanismo de entrega contra pago; también todos los fondos deberán mantener cuentas individuales donde se puedan identificar plenamente los valores que componen la cartera.

#### **E. Custodia**

Con respecto a la labor de custodia y guarda de los valores pertenecientes a los fondos de pensión existen, además de condiciones mínimas de calificación, niveles mínimos de activos administrados y facilidades de acceso a información para la SUPEN.

Aspectos de experiencia y estar bajo supervisión de un órgano regulador competente son requisitos indispensables para la autorización de una relación contractual con las entidades autorizadas.

#### **F. Valoración y tratamiento de excesos**

Las entidades autorizadas deben realizar la valoración diaria a mercado de los fondos administrados conforme al Reglamento de Valoración de Carteras Mancomunadas emitido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

En el caso de excesos, debe actuar según lo estipula el Artículo 64 de la Ley 7983 y las disposiciones emitidas para tal efecto por la SUPEN. Si se demuestra que el exceso de límites es atribuible a la entidad autorizada, los costos en que se hubiere hecho incurrir al fondo por esta situación deberán ser repuestos por la misma y comunicado el detalle a la Superintendencia. Sin embargo, no son considerados como incumplimientos a los límites de inversión los excesos derivados de variaciones en los límites por parte del ente supervisor, del ejercicio de los derechos incorporados a los valores del fondo tales como la declaración de dividendos, o de cambios en la composición de los grupos económicos o financieros.

## **VI. MODIFICACIONES A LA NORMATIVA EN MATERIA DE INVERSIONES**

A mediados del 2003, se introdujo a la normativa de entidades autorizadas una serie de cambios con el objeto de aclarar los requisitos de los valores admitidos a inversión, aspectos relacionados con la calificación crediticia y la limitación de inversiones en entidades relacionadas. En términos de las inversiones en mercados internacionales se modifica la inversión en fondos de índice extranjeros, a aquellos que inviertan en valores accionarios y se faculta a las entidades la adquisición de valores en euros para la administración de su capital de funcionamiento.

En esa misma línea, se introdujeron mejoras relacionadas con los requisitos de los intermediarios internacionales y entidades de custodia, así como el tratamiento de los excesos de inversión de los límites, y casos de excepción.

Accesoriamente, se emitieron una serie de lineamientos que complementan y amplían los aspectos incorporados en la reglamentación, a saber:

- Requisitos de los miembros del Comité de Inversiones.
- Metodología para determinar el rendimiento promedio de las inversiones del Régimen Obligatorio de Pensiones.
- Términos para la verificación de los requisitos y condiciones necesarias para invertir en valores extranjeros.
- Requisitos complementarios para la adquisición de participaciones de fondos de inversión referenciados a un índice (fondos índices) extranjeros.
- Requisitos y procedimientos de aprobación para la utilización de administradores de cartera por parte de las operadoras de pensiones.
- Disposiciones que deberán cumplir los auditores de riesgos

En la actualidad se impulsa una reforma que pretende integrar la normativa de las entidades autorizadas y las de los Regímenes Básicos y Fondos Complementarios creados por Leyes Especiales.

## **VII. LA SITUACIÓN ACTUAL DE LAS INVERSIONES DE LAS ENTIDADES REGULADAS**

Con el objeto de dar al lector una idea acerca de la composición de las inversiones en las que se encuentran colocados los recursos aportados por los trabajadores, a continuación se presentan algunos datos relevantes sobre el tema.

### ***Régimen de capitalización individual***

El activo neto total administrado bajo el Régimen de Capitalización Individual ascendió a \$1.023,4 millones al 30 de setiembre del 2004. En este Régimen sobresale la participación del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias (ROP) con un 47,3% del total de los recursos gestionados, seguido del Régimen Voluntario de Pensiones Complementarias con un 31,8%, del Fondo de Capitalización Laboral (FCL) que cerró con un 20,6% y del Ahorro Voluntario con un 0,3%.

Del total de inversiones en valores el 81,0% fue colocado en el sector público, principalmente en el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica. El

porcentaje restante se invirtió en valores del sector privado, donde ningún emisor de forma individual superó el 3%.

La estructura de los portafolios por moneda presentó cambios al 31 de setiembre del 2004 con respecto a lo observado doce meses antes, a setiembre del 2003 el 65,4% de las inversiones se había canalizado a valores denominados en colones mientras que al finalizar el periodo el 88,7% había correspondido a ese tipo de instrumentos. Lo anterior se debió a la “crisis de los fondos de inversión” ocurrida en la primera parte del año, pues los fondos voluntarios en dólares fueron los más afectados por los retiros de los afiliados y, complementariamente, los instrumentos denominados en dólares fueron los que ocasionaron la mayor caída en las plusvalías no realizadas por valoración.

En el Cuadro 1 se presenta la estructura del portafolio de inversiones por sector, en este se puede apreciar que para el Régimen de Capitalización Individual, de setiembre del 2003 a setiembre del 2004 se dio una caída de 4,8 puntos porcentuales en la participación de las inversiones en Gobierno y Banco Central de Costa Rica. La reducción de este porcentaje es lenta por las características propias del mercado de valores local, con pocos emisores privados, emisiones de baja cuantía, lo cual afecta el desempeño de los inversionistas institucionales que por el saldo de los portafolios que administran, necesitan un mercado de mayor profundidad.

**CUADRO 1**  
**RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL**  
**ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES POR SECTOR**  
**(MILLONES DE US DÓLARES)**

	Dic-02		Set-03		Dic-03		Set-04		Variaciones	
	Saldo	Part. %	Saldo	Part. %	Saldo	Part. %	Saldo	Part. %	Anual	Dic 03 – Set 04
<b>Sector Público</b>	<b>723,4</b>	<b>86,8%</b>	<b>937,6</b>	<b>85,9%</b>	<b>948,6</b>	<b>82,1%</b>	<b>749,9</b>	<b>81,1%</b>	<b>-20,0%</b>	<b>-21,0%</b>
BCCR y M. Hacienda	703,7	84,4%	919,9	83,9%	910,6	78,8%	703,0	77,5%	-23,6%	-22,8%
Otros	19,6	2,4%	17,7	2,1%	38,0	3,3%	46,8	3,7%	164,8%	23,2%
<b>Sector Privado</b>	<b>110,2</b>	<b>13,2%</b>	<b>162,7</b>	<b>14,1%</b>	<b>206,6</b>	<b>17,9%</b>	<b>208,1</b>	<b>18,9%</b>	<b>27,8%</b>	<b>0,7%</b>
Banco Interfin S.A.	13,1	3,0%	16,8	3,2%	23,1	3,1%	26,3	2,9%	56,8%	13,8%
Florida Ice And Farm S.A.	16,0	1,9%	23,1	1,7%	25,6	2,2%	22,5	2,0%	-2,8%	-12,4%
Fideic. Titul .Peñas	25,3	1,6%	31,3	1,6%	35,7	2,0%	21,1	2,1%	-32,4%	-40,8%
Banco de San José S.A.	0,0	0,0%	5,5	0,0%	14,4	1,2%	20,9	1,4%	283,4%	45,4%
Banco Cuscatlán S.A.	0,2	0,9%	10,7	0,9%	13,7	0,7%	20,1	1,3%	87,3%	46,7%
Durmán Esquivel S.A.	7,8	0,0%	8,0	0,4%	7,8	1,2%	15,4	1,1%	92,2%	96,1%
Grupo Nación	0,0	0,0%	0,0	0,0%	10,4	0,9%	9,5	0,8%		-8,3%
Banco Banex	0,9	2,1%	3,9	1,9%	4,6	1,3%	8,4	1,1%	114,5%	81,9%
Banco Improsa, S.A.	0,7	0,1%	6,1	0,2%	8,8	0,4%	8,0	0,7%	31,5%	-8,9%
Fideic. Titul .Fideivivienda	17,8	0,0%	15,1	0,0%	14,4	0,7%	7,7	0,8%	-49,1%	-46,7%
Fondos de Inversión	13,8	0,0%	28,7	0,0%	29,1	0,0%	28,2	0,7%	-1,7%	-3,1%
Otros	14,6	0,1%	13,7	0,2%	19,0	0,8%	20,1	0,7%	47,0%	5,7%
<b>TOTAL</b>	<b>833,6</b>		<b>1.100,3</b>		<b>1.155,2</b>		<b>957,9</b>		<b>-12,9%</b>	<b>-17,1%</b>

La estructura de las inversiones por instrumento continuó mostrando la relevancia del Título de Propiedad Tasa Básica, con un 28% del total de las inversiones del Régimen. Dentro de este conjunto destacan las inversiones en el título con margen 3,04 (del 28% un 65% es en este instrumento financiero). En orden de importancia se coloca el BEM del Banco Central con un 14% y el Título de Propiedad Macrotítulo con 13% del total administrado.

### **Regímenes básicos y los fondos complementarios creados por ley especial**

Los fondos de los Regímenes Básicos de Pensión y los Fondos de Pensión Complementarios creados por Ley Especial alcanzaron al 30 de setiembre del 2004, un saldo equivalente a \$2.091,0 millones, 6,9% superior al saldo del mismo mes del año previo. Los Regímenes Básicos representaron un 81,0% del total de estos fondos y los principales activos fueron las inversiones financieras, que correspondían al 79,3% del total, seguido por las cuentas por cobrar, las cuales alcanzaron un 12,0% del total de activos.

Al 30 de setiembre del 2004 el activo productivo estaba constituido por ¢576.843,3 millones de inversiones en instrumentos financieros y ¢41.151,8 millones en préstamos, estos últimos otorgados por el Régimen de IVM.

La distribución de las inversiones por emisor se observa en el Cuadro 2, al cierre de setiembre del 2004, un 85,6% estaba colocado en valores del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, de diciembre del 2003 a setiembre del 2004 bajó la participación en estos dos emisores en 3,3 puntos porcentuales, porción de la cartera que fue dirigida a valores de los bancos estatales, que a setiembre del 2004 participaban de un 13,1% de las inversiones. El saldo de las colocaciones en el sector privado representó únicamente el 0,7% del total.

**CUADRO 2  
REGÍMENES BÁSICOS  
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES POR EMISOR  
(MILLONES DE COLONES)**

Sector	Dic-03		Set-04 <sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup>		Variación
	Saldo	Part. %	Saldo	Part. %	
<b>Sector Público</b>	<b>487.148,1</b>	<b>99,4%</b>	<b>572.828,4</b>	<b>99,3%</b>	<b>17,6%</b>
Ministerio de Hacienda y Banco Central	435.626,7	88,9%	493.709,8	85,6%	13,3%
Bancos Estatales	49.721,1	10,1%	75.325,4	13,1%	51,5%
Otros	1.800,3	0,4%	3.793,2	0,7%	110,7%
<b>Sector Privado</b>	<b>2.979,3</b>	<b>0,6%</b>	<b>4.014,9</b>	<b>0,7%</b>	<b>34,8%</b>
Instituciones Financieras Privadas	300,1	0,1%	877,9	0,2%	192,5%
Fondos de Inversión	1.281,3	0,3%	829,5	0,1%	-35,3%
Otros Emisores Privados	1.397,9	0,3%	2.307,5	0,4%	65,1%
<b>Total</b>	<b>490.127,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>576.843,3</b>	<b>100,00%</b>	<b>17,7%</b>

(1) La información del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte, El Régimen no Contributivo y el Fondo de Bomberos corresponde al mes de agosto 2004.

(2) El Fondo del Poder Judicial acumulaba inversiones a setiembre del 2004 por ¢107.543,3 millones. No se incluye en el total, para no perder comparabilidad con meses anteriores, para los cuales dicha información no está disponible.

La distribución por régimen del portafolio de inversiones, excluido el fondo del Poder Judicial, fue la siguiente: el 80,0% del Régimen de IVM (¢461.212,2 millones), con el 100% de los recursos colocados en valores del sector público; un 19,6% equivalente a ¢113.337,3 millones eran del Fondo de Capitalización Colectiva del Magisterio Nacional, con un 96,5% de los recursos en el sector público y un 0,4% del fondo de Bomberos (¢2.293,8 millones) invertidos en un 100% en valores públicos. Por su parte la distribución por moneda indica que un 94,9% se encontraba en instrumentos denominados en colones y un 5,1% en dólares.

Las inversiones en instrumentos financieros del Fondo del Poder Judicial al 30 de setiembre del 2004 fueron de ¢107.543,3 millones, colocadas en un 100% en instrumentos públicos, de ellos el 99,9% corresponde a inversiones en colones.

**CUADRO 3**  
**FONDOS COMPLEMENTARIOS CREADOS POR LEY ESPECIAL**  
**COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES POR EMISOR**  
**(MILLONES DE COLONES)**

Sector	Dic-03 <sup>(1)</sup>		Jun 04		Variación Semestral
	Saldo	Part. %	Saldo	Part. %	
<b>Sector Público</b>	<b>122.600,9</b>	<b>87,1%</b>	<b>136.008,5</b>	<b>87,0%</b>	<b>10,9%</b>
Ministerio de Hacienda y Banco Central	109.659,6	77,9%	121.209,7	77,5%	10,5%
Bancos Estatales	9.386,0	6,7%	10.961,9	7,0%	16,8%
Otros	3.555,3	2,5%	3.837,0	2,5%	7,9%
<b>Sector Privado</b>	<b>18.044,8</b>	<b>12,9%</b>	<b>20.338,3</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,7%</b>
Instituciones Financieras Privadas	4.355,1	3,1%	5.515,3	3,5%	26,6%
Fondos de Inversión	4.200,1	3,0%	3.727,1	2,4%	-11,3%
Otros Emisores Privados	9.489,6	6,8%	11.095,9	7,1%	16,9%
<b>Total</b>	<b>140.645,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>156.346,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>11,2%</b>

(1) Incluye ¢682,7 millones del Fondo de Dentistas no disponible en el informe anterior.

La distribución del portafolio de inversiones por fondo complementario era la siguiente al 30 de junio del 2004: el Fondo de Retiro CCSS un 32,4%, el Fondo ICE un 30,3%, el Fondo del Banco Nacional un 21,1%, el Fondo del Banco Costa Rica un 11,7%; los demás suman un 4,5%.

### VIII. CONCLUSIONES

La Superintendencia de Pensiones ha venido realizando un gran esfuerzo tendiente a alinearse a las mejores prácticas y estándares internacionales en materia de administración de riesgo de la industria de previsión social.

En esa línea, se han impulsado reformas constantes para mejorar tanto la cobertura como el contenido de la normativa, con el objeto de establecer un marco de acción claro para las entidades reguladas en donde satisfagan adecuadamente el balance riesgo-rendimiento requerido para garantizar una pensión digna a sus afiliados.

Se concluye que un elevado porcentaje de los recursos todo el sistema supervisado se encuentra invertido en valores públicos, fundamentalmente emitidos por el Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda.

No obstante lo anterior, esto no exonera a que las entidades estén expuestas a la volatilidad inherente a los mercados financieros, como sucedió con la “crisis de los fondos de inversión y de pensiones” generada por la disminución durante abril y mayo del precio de los bonos de deuda externa del Gobierno de Costa Rica. Más bien, se busca minimizar los efectos derivados de esas situaciones mediante la diversificación y la gestión del riesgo de la cartera.

El propósito de la normativa de inversiones busca que en un futuro cercano se logre migrar de un régimen de inversión basado en límites de instrumentos o mercados hacia uno basado en límites a las posiciones de riesgo.

Esto permitirá que las entidades tengan un mayor marco de acción para la toma de decisiones en torno a las inversiones que realicen, siempre y cuando cumplan con los límites de riesgos predeterminados por la Superintendencia.

#### **IX. BIBLIOGRAFÍA**

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensión (AIOSS).  
2003. *Principios de regulación y supervisión en pensiones*

Asamblea Legislativa. 2000. *Ley de Protección al Trabajador N° 7983*

CONASSIF. 2003 *Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas*