**SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES**

**Límites del Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica en la normativa de inversiones de los Fondos de Pensiones[[1]](#footnote-2)**

**Resumen**

Este documento expone las consideraciones técnicas asociadas al establecimiento y uso de límites por emisor, de conformidad con la normativa de inversiones para el Sistema Nacional de Pensiones, en lo referente al límite correspondiente al Ministerio de Hacienda y al Banco Central de Costa Rica. Asimismo, se analiza la necesidad del uso de estos límites, su contexto actual y la gradualidad consignada para alcanzar un máximo del 50% al año 2020 de los recursos disponibles para invertir los fondos de pensión y de capitalización laboral.

Febrero, 2016

# Introducción

La Superintendencia de Pensiones (SUPEN) es la entidad responsable de promover las condiciones necesarias para que los gestores de fondos de pensiones puedan cumplir con su labor de administrar los riesgos a que se ven expuestos los ahorros de los trabajadores, así como para lograr los objetivos planteados y cumplir con el fin de cada plan de pensiones.

En ese sentido, se estima necesario recordar que la normativa debe orientar, facilitar y proporcionar un marco dentro del cual los gestores, como responsables de la administración activa, controlen los riesgos estableciendo: su apetito, asignación estratégica de activos y demás disposiciones, con la finalidad de conformar portafolios en el binomio riesgo-rendimiento.

El Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas establece que para el año 2020 los fondos de pensiones y de capitalización laboral alcanzarán un máximo de 50% en instrumentos emitidos por el Ministerio de Hacienda (MH) y el Banco Central de Costa Rica (BCCR). Desde el año 2003 se establecieron límites como una medida prudencial dentro de la gestión de riesgos. No obstante se reconoció una gradualidad para alcanzar ese máximo.

Este documento expone las condiciones técnicas y los eventos históricos asociados a este tipo de límites dentro del contexto y responsabilidad de la SUPEN sobre gestión y supervisión prudencial, teniendo en consideración prácticas y disposiciones de otros países.

# Antecedentes

La promulgación del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas[[2]](#footnote-3) (RIER) se dio en circunstancias incipientes en la consolidación de los fondos de pensiones, principalmente desde la creación del Régimen Obligatorio de Pensiones (ROP) y su funcionamiento. Desde el año 2001, los fondos estaban altamente concentrados en instrumentos del MH y BCCR, en muchos casos cifras superiores al 80% del total de los activos administrados, por lo que se establecieron límites para orientar la gestión de riesgos y una mayor diversificación.

Como resultado de las altas concentraciones, este límite fue objeto de análisis y en consecuencia se estableció una gradualidad para no provocar ventas masivas de instrumentos, reconociendo la escaza oferta de instrumentos financieros, sin que en ese momento se contara con el nivel técnico, ni voluntad, para introducirse en mercados internacionales. Se fijó el 50% de inversión en instrumentos del MH y del BCCR como límite máximo, con una gradualidad para alcanzarlo hasta el año 2009.

Desde la promulgación del RIER en el año 2003 a la fecha, la gradualidad de dicho límites ha tenido ocho modificaciones. Las mismas fueron analizadas, justificadas y aprobadas por Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

Dentro del razonamiento expuesto para realizar dichas modificaciones se citan: i) la escasez de instrumentos en el mercado local, ii) los bajos rendimientos de instrumentos alternativos, iii) la crisis en los mercados en algunos momentos, situaciones que dificultaban la recomposición de las carteras.

Las modificaciones han considerado lo siguiente:

1. El Transitorio IV del RIER se ha modificado en ocho ocasiones, producto de la complejidad del tema. La meta de la regulación de la SUPEN ha sido desde el inicio mantener instrumentos del MH y del BCCR no superiores a 50% en los fondos obligatorios.
2. Se reconoció la necesidad de que este límite fuera alcanzado paulatinamente de acuerdo a la complejidad de cada régimen, de manera que se establecieran diversas gradualidades, tomando en consideración estados de madurez en la administración y gestión de riesgos. Los fondos con mayor posesión de estos instrumentos tenían condiciones para alcanzarlos en más largo plazo.
3. La regulación no consideró en el año 2003 los regímenes especiales y fueron agregados posteriormente para tener una visión uniforme.
4. En el año 2003 los límites eran anuales, sin embargo se establecieron posteriormente límites semestrales, con el propósito de hacer un monitoreo más periódico del compromiso de los gestores con la diversificación.
5. La reducción de límites debe entenderse en el contexto de un porcentaje de un fondo crecimiento. Es decir, aunque el límite se reduzca, esto no implica que a nivel del monto se estén teniendo menos recursos invertidos en esos emisores pues los fondos son crecientes.
6. En las tablas siguientes se muestra la versión del Transitorio IV cuando se promulgó el RIER y como está regulado en la actualidad.

|  |  |
| --- | --- |
| **Versión 2003** | **Versión Actual** |
|

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **AÑO** | **% ROPC** | **% FCL** | **% RVPV** |
| 2003 | 80 | 80 | 84 |
| 2004 | 75 | 75 | 82 |
| 2005 | 70 | 70 | 80 |
| 2006 | 65 | 65 | 78 |
| 2007 | 60 | 60 | 76 |
| 2008 | 55 | 55 | 74 |
| 2009 | 50 | 50 | 72 |
| 2010 | 50 | 50 | 70 |
| 2011 | 50 | 50 | 68 |
| 2012 | 50 | 50 | 66 |
| 2013 | 50 | 50 | 64 |
| 2014 | 50 | 50 | 62 |
| 2015 | 50 | 50 | 60 |

 |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **A partir de:**  | **% ROP**  | **% FCL**  |  **% RVPC** | **% RE** |
| La vigencia  | 64,00 | 59,00 | 64,00 | 69,00 |
| 31/12/2015 | 62,50 | 57,50 | 62,50 | 67,50 |
| 30/06/2016 | 61,00 | 56,00 | 61,00 | 66,00 |
| 31/12/2016 | 59,50 | 54,50 | 59,50 | 63,50 |
| 30/06/2017 | 58,00 | 53,00 | 58,00 | 61,00 |
| 31/12/2017 | 56,50 | 51,50 | 56,50 | 59,00 |
| 30/06/2018 | 55,00 | 50,00 | 55,00 | 57,00 |
| 31/12/2018 | 53,50 | 50,00 | 53,50 | 55,00 |
| 30/06/2019 | 52,00 | 50,00 | 52,00 | 53,00 |
| 31/12/2019 | 50,00 | 50,00 | 50,00 | 50,00 |

 |

# Filosofía de la supervisión de la SUPEN

La Ley de Protección al Trabajador (LPT) parte de un esquema de supervisión con una visión de paternalismo fuerte, es decir, se da una representación bajo la cual la supervisión y regulación prudencial representan los intereses de los ahorrantes. En tal sentido se dota al regulador de atribuciones para limitar la inversión de recursos. Al respecto el artículo 61 de la LPT establece:

 *“Límites en materia de inversión. La Superintendencia establecerá reglamentariamente límites en materia de inversión de los recursos de los fondos, con el fin de promover una adecuada diversificación de riesgo y regular posibles conflictos de interés”.*

La diferencia entre prohibición total y parcial, como de antemano puede presumirse no es menor desde el punto de vista de la filosofía de la supervisión incorporada en nuestra legislación para el tema de pensiones. Una prohibición total representa el no permitir la elegibilidad en los portafolios de cierto tipo de activos financieros, que por su condición no considera adecuado el riesgo que lo acompaña. Por su naturaleza este tipo de restricciones suelen ser difíciles de modificar.

Por su parte las prohibiciones parciales corresponden a limitantes que permiten al regulador, basado en criterios usualmente técnicos establecer montos máximos o mínimos tomando en cuenta: el entorno, los objetivos de los planes de pensión, los principios que sustenta la administración de fondos de terceros y, sobre todo, cuando son de carácter obligatorio.

Las prohibiciones parciales se justifican cuando se presuma una situación que pueda generar un riesgo para el sistema de pensiones. No obstante, no debe olvidarse que los límites no corresponden a la meta a seguir en la asignación de activos, sino que esta debe ser fijada por el gestor según el apetito al riesgo para alcanzar una tasa de reemplazo, que puede ser explícita en los fondos de beneficio definido o implícito en regímenes de contribución definida.

El caso de los límites por emisor analizados en el presente documento, corresponden a prohibiciones parciales, debido a que no existe una prohibición expresa en la Ley, sino que a criterio del supervisor pueden mantenerse. Su existencia claramente está condicionada al nivel de madurez de los gestores y a las condiciones de mercado.

En el siguiente cuadro se aprecia que el uso de los límites dispuestos ha coadyuvado a una mayor diversificación, para el caso del ROP. En doce años ha sido posible reducir de un 77,94% a un 58,8% las tenencias de instrumentos del MH y BCCR.

**ROP: Tenencias históricas por sector**

**Porcentaje de Inversiones más Disponibilidades**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Sector** | **2003** | **2005** | **2010** | **2015** |
| Emisores Extranjeros | 0,00 | 3,24 | 2,40 | 6,12 |
| Instituciones Públicas no Financieras | 0,94 | 1,49 | 5,41 | 3,48 |
| Instituciones Públicas Financieras | 2,47 | 3,96 | 7,29 | 10,58 |
| MH y BCCR | 77,94 | 70,05 | 60,97 | 58,81 |
| Sector Privado | 18,66 | 20,43 | 21,75 | 16,66 |

La SUPEN está en un proceso de revisión de su modelo de supervisión basado en riesgos con el apoyo del Banco Mundial y del Toronto Centre. Ambas instituciones reconocen la conveniencia de estos límites siempre y cuando den la suficiente libertad al gestor para cumplir su labor en la administración de los portafolios de acuerdo a los intereses de los afiliados.

La tendencia de estos organismos es que los gestores sean evaluados más allá de la rentabilidad que logran obtener. Se proponen medidas de desempeño asociadas a tasas de remplazo, posibilidades de honrar los beneficios definidos en el plan de pensiones y otros temas afines, de tal manera que se elimine el sesgo en los administradores de los portafolios por buscar instrumentos cuya relación riesgo-rendimiento se aleje de los fines perseguidos.

Así las cosas, los futuros textos normativos de la SUPEN irán ampliando la libertad de los gestores en lo que a prohibiciones parciales se refiere, siempre y cuando estos demuestren que ya no es necesario su existencia, ya sea por su conocimiento o por la concientización que demuestren en defender los intereses de los afiliados.

# Límites en el Sistema Nacional de Pensiones

Las razones por las cuales se definieron en el RIER los límites para el MH y el BCCR son:

1. La LPT fijó un límite máximo global a las inversiones en mercados internacionales en un porcentaje de 50% del total de los activos disponibles. El 50% restante debería invertirse localmente proponiéndose que dicha inversión se realice en el MH y el BCCR.
2. Los instrumentos de estos emisores son en su mayoría bonos, los cuales se caracterizan por su facilidad de gestión, dada la predictibilidad de los flujos y plazos en que se recibirán los pagos, así como sus valoraciones asociadas.
3. Son instrumentos en su mayoría en la moneda típica de los fondos, con lo cual se gestiona el riesgo de tipo de cambio.
4. Son instrumentos comparables internacionalmente.
5. Son instrumentos que dan la posibilidad a los gestores de invertir de acuerdo a los flujos típicos de los fondos.
6. El MH y el BCCR se han dado a la tarea de diseñar instrumentos en función de las necesidades de los fondos de pensión.

# Optimización de Carteras de los Fondos

En el año 2012 la SUPEN contrató a la empresa *Novaster* para que realizara un análisis de los portafolios de los fondos de pensiones y construyera un modelo de optimización de carteras, utilizando los instrumentos financieros locales e internacionales. La consultoría se enfocó en aspectos relativos a las inversiones de los fondos para favorecer unas adecuadas políticas de inversión que inciten la dualidad rentabilidad/riesgo apropiada para mejorar las tasas de remplazo. Por la naturaleza de su análisis es prudente enumerar algunos de los puntos señalados:

1. Si bien tal vez las capacidades técnicas de los equipos de gestión de inversiones son las adecuadas, es posible encontrar en la cadena de gobierno corporativo algunas fallas, en especial en lo tocante a la capacidad de los Comités de Inversiones de las Operadoras para ejercer las funciones que la norma les encomienda. En la medida en que los Comités de Inversiones premian la evaluación del desempeño en un horizonte de corto plazo, que puede ser incluso menos de un año, se agrega volatilidad al portafolio, porque al menor movimiento brusco del mercado la respuesta genere cambios de estrategia, llegando a crear un círculo vicioso que hay que tratar de quebrar.
2. La calidad y desarrollo del mercado puede presentar problemas de información, por las complicaciones en la formación de precios.
3. La inversión en instrumentos del Gobierno es muy relevante, con títulos cuyo nivel de negociación se hace difícil el establecimiento de precios reales de mercado.
4. Se utilizan vectores de precios, cuyo nivel de actualización no es suficiente, y puede producir variaciones importantes en las valoraciones de los portafolios.
5. Los títulos de operadores privados no presentan un proceso fluido de formación de precios.
6. Se observa uniformidad en los portafolios de las Operadoras, lo que genera que no haya diferenciación en resultados, ni por supuesto en riesgos.
7. Falta experiencia en mercados foráneos.
8. Hay necesidades fiscales del Gobierno que hacen que sus títulos se lleguen a ofrecer en las subastas a precios por encima de la curva.
9. La elevada prima de riesgo que paga el Gobierno es reflejo del riesgo que subyace a un posible default o una devaluación de la moneda local. Este riesgo no se traduce, sin embargo, en una elevada volatilidad, que es el vector que determina el consumo de riesgo en el modelo de optimización de *Markowitz* y que en consecuencia y sin otras restricciones, llevaría a expulsar de los fondos de pensiones toda emisión no local.

La recomendación del consultor fue:

1. Reducir el peso de la deuda emitida por el MH y BCCR.
2. Aumentar el peso correspondiente a instituciones públicas financieras y no financieras.
3. Reducir el peso del sector privado a cero y
4. Aumentar el peso de las emisiones extranjeras.

De aplicarse estos cambios, en aquel momento se habría mantenido el nivel de riesgo pero aumentaría el retorno esperado del 8,68% al 9,31% en la cartera del ROP.

# Experiencia Internacional

Los límites son usados en la regulación de los fondos de pensiones en muchos países, En lo que respecta a los límites por emisor existen varias formas de definirlo: la consignada en Costa Rica tomando en cuenta el MH y el BCCR y las que manejan límites a nivel de todo el Gobierno, incluyendo en algunos casos instituciones públicas, gobiernos locales, etc.

A continuación se detalla el manejo de este tipo de límites en algunos países seleccionados.

## Chile

Chile creó el sistema de capitalización individual en el año 1980, sustituyendo en aquel momento el sistema de primer pilar, planteando la opción de las cuentas individuales de contribución definida como alternativa a los beneficios definidos. Este sistema en esencia no es del todo comparable al costarricense en cuanto a su función social, ya que el mantener las condiciones de vida durante la vejez depende sólo de este producto, sin que existan otras opciones para el trabajador. Tampoco es comparable en cuanto a su forma ya que en lugar de tener un único fondo, allí se manejan cinco tipos, de acuerdo al perfil de cada trabajador.

Los límites en la jurisdicción chilena se establecen en el Decreto Ley N°3.500. Allí se consigna para cada Fondo un rango (mínimo y máximo) dentro del cual el Banco Central de Chile debe establecer el límite máximo para las inversiones. Esto debe entenderse, por ejemplo para el Fondo A, que el rango dentro del cual se puede fijar el límite es 30%-40%. En la práctica en este momento está fijado en un 40%. No existe un límite mínimo, si así lo decidieran los gestores podrían tener 0% invertido en instrumentos estatales nacionales.

**Chile**: Bandas para Límites máximos en papeles del Estado

Cifras porcentuales

|  |  |
| --- | --- |
| **Límites** | **Fondos** |
| **A** | **B** | **C** | **D** | **E** |
| Inferior | 30 | 30 | 35 | 40 | 50 |
| Superior | 40 | 40 | 50 | 70 | 80 |

 Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Tomando como evidencia las estadísticas reportadas por los gestores a la superintendencia se tiene que, dependiendo del fondo, así son los porcentajes adquiridos. El fondo más conservador en la industria, denominado Fondo E es el que más dispone de este tipo de instrumentos y llega a ser un 50% del portafolio. Sin embargo, para el resto de fondos el uso de estos instrumentos se reduce significativamente, teniendo en el fondo A apenas un 2% invertido.

**Chile:** Composición Porcentual de Inversiones

Junio 2015

|  |  |
| --- | --- |
| **Emisor** | **Fondos** |
| **A** | **B** | **C** | **D** | **E** |
| Banco Central | 0,72 | 3,75 | 5,71 | 9,57 | 14,9 |
| Tesorería | 1,04 | 8,76 | 15,6 | 24,5 | 34,7 |
| **Total** | **1,76** | **12,51** | **21,33** | **34,03** | **49,58** |

 Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

## México

En México la regulación ha optado por manejar los límites en función de las calificaciones de riesgo sobre el emisor, tal y como se muestra en la figura adjunta. En este caso, aunque exista también la figura de los multifondos no se ha considerado necesario diferenciar los límites de acuerdo a cada uno.

 **México**: Límites por Emisor

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Plaza** | **Descripción** | **SB1** | **SB2** | **SB3** | **SB4** |
| Nacional | Deuda mxBBB a mxAAA o en divisas de BB a AAA | 5% |
| Deuda Subordinada de mxBB+ o en divisas de b+ a BB- | 1% |
| Internacional | Instrumentos Extranjeros BBB- a AAA un solo emisor o contraparte | 5% |
|  | Sobre una Emisión | Máximo 35% |

Fuente: CONSAR

A nivel de uso de los instrumentos de deuda gubernamental, según reporta la Comisión de Ahorro para el Retiro (CONSAR), a diciembre de 2015 el fondo en promedio más instrumentos de este tipo alcanzaban un porcentaje del portafolio de 66%. Dicho fondo se conoce como Siefore Básica 1 y está diseñado para personas de 60 años o más. Es decir, es el fondo que busca tener las rentabilidades más estables, dada la cercanía al momento de retiro. En el otro extremo se ubica la Siefore Básica 4 destinada a personas menores de 36 años, este tiene un porcentaje del portafolio de 45%.

**México:** Composición de las Inversiones

(Cifras porcentuales al cierre de diciembre de 2015)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Tipo de Instrumento | Siefore Básica 1 | Siefore Básica 2 | Siefore Básica 3 | Siefore Básica 4 |
| Deuda Gubernamental | BONDESD | 2,5 | 0,7 | 0,7 | 1,0 |
| BONOS | 10,0 | 18,8 | 18,8 | 17,3 |
| BPA182 | 4,4 | 0,1 | 0,1 | 0,0 |
| BPAT | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| CBIC | 3,0 | 4,0 | 3,8 | 3,3 |
| CETES | 1,9 | 3,2 | 1,9 | 1,2 |
| UDIBONO | 38,1 | 21,4 | 19,9 | 18,6 |
| UMS | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 1,5 |
| REPORTOS | 4,7 | 2,0 | 1,3 | 2,2 |
| Total | 66,6 | 52,0 | 48,1 | 45,1 |

## Colombia

La regulación colombiana ha impuesto restricciones por emisor desde la creación del sistema de cuentas individuales, tal es el caso de la ley que crea el Sistema de Seguridad Social Integral Nº100, en la cual se consigna en su Artículo 100, que las inversiones en deuda pública no puede superar el 50% del total del fondo.

***ARTICULO 100****.-Inversión de los recursos. Modificado por el art. 51, Ley 1328 de 2009. Con el fin de garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el gobierno a través de la Superintendencia Bancaria, previo concepto, que no será vinculante, de una comisión del consejo nacional laboral o el organismo que haga sus veces. En cualquier caso, las inversiones en títulos de deuda pública no podrán ser superiores al cincuenta por ciento (50%) del valor de los recursos de los fondos de pensiones, y dichos títulos deberán cubrir la desvalorización monetaria y permitir el pago de intereses reales que reflejen la tasa del mercado financiero, certificada por la Superintendencia Bancaria para períodos trimestrales. (…)*

En la práctica, y tomando como base los promedios de la industria de ese país, según registra la Superintendencia Financiera, los fondos de pensiones poseen en sus carteras un 32% de deuda pública.

**Colombia:** Composición de las Inversiones

(Cifras porcentuales al cierre de octubre de 2015)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Deuda interna y externa, emitidos o garantizados por la Nación | **TIPO DE TITULO** | **%** |
| Bonos pensionales | 0,20% |
| Títulos de Tesorería | 31,30% |
| Títulos de deuda pública interna  | 1,40% |
| Total  | 32,90% |

 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

## Asociación Internacional de Organismos de Supervisión (AIOS)

La siguiente referencia es para los países del área, miembros de la AIOS. El siguiente cuadro detalla mediante una serie de simplificaciones en cada jurisdicción el concepto de deuda gubernamental y de un solo fondo que represente a todo su sistema, para ejemplificar los porcentajes en los portafolios. El Salvador es el que posee un porcentaje mayor de estos instrumentos en su cartera con un 80,2%. Por su parte Panamá es el que menos tiene, con apenas un 10,5% de estos instrumentos. De la observación de los datos se desprende que la dispersión es amplia y no se podría concluir que existe una concentración típica entre las jurisdicciones. Sin embargo, desde nuestra óptica, nos ofrece elementos que colaboran con la validación de la razonabilidad de los límites en Costa Rica.

**AIOS:** Estadísticas de Portafolio

Porcentajes a junio 2015

|  |  |
| --- | --- |
| **País** | **Deuda Gubernamental** |
| El Salvador | 80,2 |
| República Dominicana  | 66,9 |
| Costa Rica  | 64,7 |
| Uruguay | 64,2 |
| México  | 51,1 |
| Colombia  | 36,1 |
| Chile  | 22,2 |
| Perú | 18,0 |
| Panamá | 10,5 |

 Fuente: AIOS

## Organización para la cooperación del desarrollo económico (ocde)

A nivel de los países de la OCDE, según el *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds* 2013, publicado por la IOPS, se hace un estudio transversal de cada uno de los países miembros y de sus regulaciones sobre las inversiones. A modo de referencia estos países han clasificado sus límites en la encuesta de acuerdo a las siguientes categorías: Acciones, Bienes Raíces, Bonos, Fondo Mutuo, Fondos de Inversión Privado, Préstamos, Depósitos Bancarios, donde en nuestro caso particular interesa el tema de Bonos

**OECD**: Algunos Límites de Inversión en Bonos

|  |  |
| --- | --- |
| **País** | **Limite en Bonos** |
| Australia | Sin límites |
| Canadá | Sin límites |
| Dinamarca | Sin límites (si son gilt-edged).70% (si no son gilt edged). |
| Francia | 5% si los bonos son emitidos por los vehículos de propósito especial, de lo contrario no hay límites |
| Alemania | Sin Límites |
| Grecia | Bonos del Gobierno: Sin límiteBonos Corporativos: 70% donde los miembros llevan el riesgo de la inversión |
| Islandia | Max. 50% en bonos emitidos por instituciones financieras,Max. 50% en bonos municipales.Max 50% en otros bonos Max. 20% de valores no cotizados en la OCDEMax 10% en partes relacionadas |
| Japón | Sin límites |
| Portugal | Sin límites |
| España | Sin límite.30% en bonos no admitidos a negociación en un mercado regulado. |
| Reino Unido | Sin límites |
| Estados Unidos | Algunos límites de los bonos del empleador |

 Fuente: IOPS

# Opciones al uso de límites

Existen al menos cuatro motivaciones que guían el actuar de los gestores de fondos de pensiones:

1. Cumplir con la regulación.
2. Evitar la intervención del supervisor.
3. Alcanzar la satisfacción de los clientes, en términos de mantener un perfil de riesgo y retorno aceptable en comparación al mercado.
4. Reducir los aportes de capital adicional asociado a un manejo deficiente.

De no existir estas motivaciones, el gestor podría asumir un mayor riesgo, dado que el ahorrante no tiene el control de las decisiones en que puede invertir.

Desde el punto de vista del gobierno corporativo los gestores son remunerados en función básicamente del desempeño de corto plazo. A esto se suma el hecho de la existencia de rezagos entre las decisiones y la materialización de los riesgos, lo que dificulta identificar las responsabilidades.

En este contexto se hace necesario exponer alternativas al uso de límites para controlar el desempeño de los gestores.

## Valor en riesgo (VAR)

Es una herramienta utilizada en el monitoreo del riesgo de mercado, mediante la cual se estima la máxima pérdida esperada de un portafolio para un nivel de probabilidad seleccionado en un horizonte de tiempo dado.

En los últimos años esta técnica ha sido muy utilizada en la supervisión de las inversiones en México, debido a su simplicidad de cálculo y de análisis, además de su poder de concentrar mucha información en un solo número.

Las desventajas[[3]](#footnote-4) que se le atribuyen al indicador son:

1. El VAR no es una buena medida de riesgo para condiciones extremas porque se basa en la información histórica (o construida con una función normal) y si algo no se ha presentado no se refleja en la estimación.
2. En ocasiones, se hace uso de distribuciones de probabilidad en vez de usar la información histórica. Estos datos asumen normalidad en la distribución de pérdidas. Dicho supuesto subestima el VAR, porque las crisis no se caracterizan por respetar las reglas de la distribución.
3. Mientras más “pesadas” sean las colas de la distribución de pérdidas, mayor será el error de estimación del VAR.
4. Hay mucha incertidumbre sobre qué pérdida esperar por encima del nivel de confianza del indicador.
5. El VAR no es una medida de riesgo subaditiva. Es decir, si se tienen dos portafolios “A” y “B”, no se cumple el principio de que Riesgo de A+B sea menor o igual al Riesgo de A más el Riesgo de B. Si esta condición no se cumple no se puede captar el efecto por diversificación.
6. Cuando la mayoría de las instituciones utilizan la misma medida de riesgos existe el peligro de que ante un incremento en la volatilidad podría hacerlas reaccionar simultáneamente y en la misma dirección, contribuyendo a incrementar aún más la volatilidad del mercado y potencialmente profundizar sus consecuencias.

La forma en que se subsanan estás debilidades están asociadas al uso de pruebas de estrés.

## Expected Shorfall

Dentro del instrumental moderno en la gestión de las inversiones está el “Expected Shorfall”, que es una medición del riesgo de mercado o riesgo de crédito de una cartera construido sobre la técnica de VAR. Consiste en estimar el retorno esperado de un portafolio en los “q” casos definidos como peores.

Esta metodología es una alternativa a la anterior, por tener una mayor sensibilidad al modelado de las pérdidas. Es conocido en la literatura como el Valor en Riesgo Condicional (CVAR). Su función es proveer al tomador de decisiones de una medida conservadora de los retornos de un portafolio, centrándose en resultados menos optimistas.

## Modelos Avanzados

En el pasado los requerimientos de capital no fueron suficientes para cubrir las pérdidas generadas en momentos de crisis. Basilea propuso modificar la regulación para establecer como recomendación a los países el permitir a las entidades financieras utilizar sus propios modelos de medición del riesgo para determinar los requerimientos de capital necesarios; es decir, auto controlar sus posiciones en función del riesgo que se quiere administrar. La ventaja de estos modelos es permitir la actualización mediante estimaciones más frecuentes y rigurosas, toda vez que no es necesario un cambio en la regulación para modificar los procesos de estimación.

# Portafolios en la Actualidad

La inversión de los recursos administrados de todo el sistema de pensiones en instrumentos del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica asciende a 11.875,21 millones de dólares, es decir 22,48% del PIB. A modo de referencia sólo el ROP administra un total de 7.284 millones de dólares (aproximadamente un 13,79% del PIB); 1,6 veces el ROP está invertido en el MH y BCCR.

SNP: Inversiones por Sector y Pilar

Millones de Dólares

31 de Diciembre 2015



Para efectos de analizar el comportamiento de la concentración de las inversiones del ROP en el MH, se analizan las estructuras de la cartera al final de cada mes. La observación de los datos arroja que los porcentajes de inversión en estos emisores ha permanecido casi invariable durante todo el 2015. Es decir, no hay evidencia de que durante este período exista un cambio hacia la diversificación en estos emisores, los cuales en conjunto representan un 61,49% del total del portafolio y estaban en un 58,81% de un límite establecido en 62,5% para diciembre del 2015.

**ROP:** Tenencias y Límites por emisor

Cifras porcentuales/mensuales, año 2015

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Mes** | **Porcentaje del Portafolio** | **Porcentaje en el Límite** |
| **BCCR** | **MH** | **Otros** | **BCCR** | **MH** | **Otros** |
| Enero | 13,74 | 49,39 | 36,88 | 13,36 | 48,05 | 35,88 |
| Febrero | 13,96 | 50,92 | 35,12 | 13,26 | 48,37 | 33,36 |
| Marzo | 13,98 | 49,11 | 36,90 | 13,65 | 47,94 | 36,02 |
| Abril | 14,60 | 50,01 | 35,39 | 14,08 | 48,24 | 34,14 |
| Mayo | 14,63 | 49,99 | 35,37 | 14,11 | 48,20 | 34,11 |
| Junio | 14,17 | 50,55 | 35,27 | 13,50 | 48,15 | 33,60 |
| Julio | 14,11 | 49,52 | 36,37 | 13,63 | 47,86 | 35,15 |
| Agosto | 13,72 | 48,41 | 37,87 | 13,59 | 47,95 | 37,51 |
| Setiembre | 13,59 | 48,33 | 38,08 | 13,30 | 47,29 | 37,26 |
| Octubre | 13,73 | 48,94 | 37,33 | 13,22 | 47,13 | 35,95 |
| Noviembre | 13,85 | 49,05 | 37,11 | 13,25 | 46,93 | 35,51 |
| Diciembre | 13,49 | 48,01 | 38,51 | 12,90 | 45,91 | 36,83 |

La diferencia entre un porcentaje en portafolio y un límite de inversión radica en la base sobre la cual se aplica el porcentaje. Para el caso de un límite el denominador de la división corresponde a la suma del total de las inversiones más las disponibilidades. Por su parte el portafolio únicamente toma en cuenta las inversiones.

La estructura de las inversiones del ROP por tipo de instrumento muestra para el caso del MH un uso de un 30,92% del total de recursos para invertir en Títulos de Propiedad, los cuales son instrumentos con tasa fija. En segundo grado de importancia están los títulos TUDES que representan un 8,09% de recursos sujetos al límite. En tercer lugar los títulos tasa básica que representan un 6,33%. Los tres instrumentos comentados representan el 45,34% del total usado en el límite, es decir casi el 98,7% de lo invertido en este emisor está en tres instrumentos, el restante 1,3% se distribuye en emisiones de deuda externa cotizadas en mercados internacionales.

**ROP:** Límite por emisor, instrumento y plazo

Cifras porcentuales

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **0 a 6 meses** | **6 meses a 1 año** | **1 a 5 años** | **5 a 10 años** | **10 a 15 años** | **Mayores de 15** | **Total** |
| **BCCR** | **0,42** | **0,23** | **6,79** | **3,92** | **0,38** | **1,15** | **12,90** |
| bem | 0,34 | 0,23 | 5,88 | 2,46 | 0,38 | 0,14 | 9,44 |
| bemud |  |  | 0,01 | 0,80 |  |  | 0,81 |
| bemv | 0,07 |  | 0,90 | 0,66 |  | 1,01 | 2,65 |
| **MH** | **0,72** | **0,33** | **14,13** | **20,33** | **6,03** | **4,37** | **45,91** |
| bde20 |  |  |  |  |  |  |  |
| bde25 |  |  |  |  |  |  |  |
| bde45 |  |  |  |  |  | 0,07 | 0,07 |
| tp | 0,65 | 0,15 | 13,46 | 14,64 | 1,47 | 0,54 | 30,92 |
| tp$ | 0,07 | 0,03 | 0,28 | 0,12 |  |  | 0,50 |
| tptba |  |  | 0,02 | 1,88 | 2,58 | 1,84 | 6,33 |
| tudes |  | 0,15 | 0,36 | 3,69 | 1,97 | 1,92 | 8,09 |
| **Otros** | **5,81** | **8,78** | **10,78** | **4,41** | **0,24** | **6,82** | **36,83** |
| **Total** | **6,95** | **9,35** | **31,70** | **28,67** | **6,65** | **12,33** | **95,64** |

Nota: Los porcentajes no suman 100% por tratarse del estado actual en los límites.

La estructura de vencimientos de los instrumentos del MH está concentrada en rangos de 5 a 10 años (20,33% de todo lo disponible para invertir), por su parte los instrumentos del BCCR están más concentrados en instrumentos de 1 a 5 años (6,79% del total disponible para invertir). Tomando en cuenta todos los instrumentos se tiene que un 31,7% del total de recursos disponibles para invertir se encuentran en un rango de 1 a 5 años, un 28,67% en rangos de 5 a 10 años, un 6,65% en rangos de 10 a 15 años, lo que arroja un 67,02% del portafolio en instrumentos con vencimiento general entre 1 y 15 años.

De conformidad con el análisis de los datos de la Bolsa Nacional de Valores, del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, así como de la información remitida por las operadoras de pensiones, se observa que de las emisiones realizadas por el MH con vencimientos iguales o posteriores al año 2020; los fondos administrados por las operadoras de pensiones mantienen un 40% de los montos en circulación. Los fondos administrados han adquirido principalmente las que tienen rangos de vencimiento que van del 2020 al 2025, con un porcentaje del 61% del monto permitido para emitir. No obstante, el MH en los rangos que van del año 2025 al 2030 y del 2030 en adelante, únicamente ha colocado el 34% y el 31% de los montos autorizados a emitir.

La diferencia entre los montos emitidos y los montos realmente colocados, para las emisiones con vencimiento superior al año 2025, podría ser el resultado del escenario inflacionario actual, la caída en la tasa básica pasiva a niveles históricos y a las expectativas internacionales de futuros aumentos de tasas por parte de la Reserva Federal, lo que podría motivar a los gestores de los fondos administrados a mantener cautela en las inversiones a largo plazo.

# Necesidades actuales

El Sistema Nacional de Pensiones dispone de una regulación que promueve mediante límites la diversificación de los portafolios. La aplicación de esta regulación es constantemente analizada.

Actualmente uno de los principales problemas que enfrentan los gestores de los fondos de pensiones tiene que ver con una situación particular que caracteriza nuestro mercado financiero, el cual no dispone de suficientes emisores como para promover mayor diversificación en el ámbito local. El número de emisores privados que acuden a la Bolsa Nacional de Valores a financiarse pasó de 82 al finalizar el año 1998 a 40 inscritos al 31 de diciembre del año 2015, de los cuales 12 son públicos y 28 privados.

Del total de emisiones transadas, a través de la Bolsa Nacional de Valores, en Mercado Primario y Secundario el 71,10% corresponde a bonos emitidos por el MH y el BCCR, es decir, estas dos instituciones son las que llevan el peso de nuestro mercado. Esta situación dificulta que esta Entidad presione a la industria para que diversifiquen por emisor, como se detalla a continuación:

Bolsa Nacional de Valores**:** Captaciones de Mercado Primario y Secundario

Al 31 de Diciembre 2015, cifras porcentuales

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Sector** | **Mercado** | **Total** |
| **Primario** | **Secundario\*** |
| Bancos Privados | 6,58  | 0,95  | 7,53  |
| Bancos Públicos | 8,38  | 8,19  | 16,57  |
| Fideicomisos | -  | 0,40  | 0,40  |
| Fondos de Inversión | 0,45  | -  | 0,45  |
| Internacional | -  | 0,01  | 0,01  |
| Otras Instituciones Privadas | 1,38  | 1,77  | 3,15  |
| Otras Instituciones Públicas | 0,29  | 0,16  | 0,45  |
| Acciones | -  | 0,34  | 0,34  |
| Banco Central | 10,00  | 10,24  | 20,24  |
| Hacienda | 23,67  | 27,18  | 50,86  |
| **Total**  | **50,75**  | **49,25**  | **100,00**  |
| \*Deuda, Acciones, ParticipacionesFuente: Bolsa Nacional de Valores |

El problema detrás de esta situación de concentración en estos emisores tiene que ver con las expectativas de la industria respecto a la situación de tasas y el déficit del gobierno. Actualmente el mercado percibe que a futuro podrían existir buenas opciones de inversión en instrumentos del MH, dado que se prevé que estarían ofreciendo tasas mejores a las actuales, es decir, los gestores han sido prudentes en mantener las inversiones en instrumentos que puedan ser fácilmente sustituibles.

# Recomendaciones Finales

Es criterio del Supervisor que las condiciones actuales de la economía costarricense justifican el continuar utilizando los límites como instrumento de promoción en la diversificación de los portafolios.

El monto establecido de 50% en instrumentos del MH y el BCCR tiene razonabilidad como meta a largo plazo, sin embargo las condiciones al año 2016 podrían dificultar acercarse al monto, dada la poca oferta de nuevos emisores en el mercado de valores.

Actualmente los límites permiten que se continúe comprando instrumentos del MH y el BCCR, sin embargo, consideramos que en el corto plazo se puedan presentar opciones de inversión con riesgo-rendimiento atractivas para los fondos de pensiones y la holgura existente se reduciría.

Es prudente que la regulación del Supervisor a futuro disponga, además de los límites, mediciones de riesgo que no dependan de umbrales fijados, sino de sanas prácticas de gestión, en el sentido de que se le permita a los administradores mayor rango de acción, cuando su madurez en el manejo de portafolios así lo determine.

El tema del Transitorio IV del RIER para alcanzar el 50% del límite en MH y BCCR ha requerido hasta el momento ocho modificaciones en los últimos doce años, prueba de la complejidad de nuestro sistema, por lo que consideramos que se hace necesario que las futuras reformas incluyan elementos más flexibles que posibiliten manejar las coyunturas particulares y así no se requieren constantes cambios a las normas de inversión vigentes, dado el costo político y de recomposición de portafolios.

La diversificación de un portafolio es un principio que debe ser tomado en consideración en su gestión, sobre todo en el largo plazo, lo cual sería acorde con la naturaleza y objetivos de los fondos de pensiones.

# Bibliografía

[1] Superintendencia de Chile. Régimen de Inversión de los Fondos de Pensión. <https://www.spensiones.cl/portal/regulacion/582/articles-10257_recurso_1.pdf>. Consultado el 20 de enero de 2016.

[2] CONSAR. Límites de Inversión. <http://www.consar.gob.mx/limite_inversion>. Consultado el 20 de enero de 2016

[3] Superintendencia Financiera Colombia. Fondo de Pensiones Obligatorias. Portafolios de Inversión. <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=9118> Consultado el 22 de enero de 2016.

[4] IOPS. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds. 2013.

[5] Banco de Colombia. Ensayos Sobre Política Económica. Regulación y Valor en Riesgo Vol. 29, Num. 64. 2011.

[6] Novaster. Estudio Técnico de Optimización de Cartera. Consultoría para la SUPEN. 2012

[7] AIOS. Boletín Estadístico. <http://www.aiosfp.org/estadisticas/boletin-estadistico-aios/> Consultado el 22 de enero de 2016.

1. Documento elaborado por la División de Planificación y Normativa. La información contenida en este documento es propiedad de la SUPEN y uso reservado para el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). [↑](#footnote-ref-2)
2. Enlace: [https://www.supen.fi.cr/documents/10179/18110/Reglamento+de+inversiones+de+las+Entidades+reguladas](https://www.supen.fi.cr/documents/10179/18110/Reglamento%2Bde%2Binversiones%2Bde%2Blas%2BEntidades%2Breguladas). Documento consultado el 12 de enero de 2016. [↑](#footnote-ref-3)
3. Tomado de <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/basico/fichas/indicadores-financieros/%7BB22F2DA4-55B2-F16E-FA06-CC3273F07379%7D.pdf>, consultado el 26 de enero de 2016. [↑](#footnote-ref-4)