



Propuesta de un **MODELO ALTERNATIVO** para mejorar la **Rentabilidad** de los **Fondos Captados** por el **RÉGIMEN OBLIGATORIO DE PENSIONES** Complementarias de Costa Rica¹

A proposal for an alternate model to increase the profitability of supplementary pension funds gathered by the mandatory pension system of Costa Rica

Tec Empresarial, Abril 2013,
Vol 7 Num 1 / p. 9-19.

Carla Marchena Segura
tulip33@gmail.com

Bachiller en Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica. Máster en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas del Instituto Tecnológico de Costa Rica. Coordinadora Regional de Planeación Financiera en Hewlett Packard.

Rebeca Marín Alvarado
rebemar225@gmail.com

Licenciada en Psicología de la Universidad de Costa Rica. Máster en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas del Instituto Tecnológico de Costa Rica. Directora de Recursos Humanos de la Fundación Omar Dengo.

- *Recepción del artículo: 15 noviembre, 2012*
- *Aprobación del artículo: 11 febrero, 2012*

ABSTRACT

This study proposes an alternate model to increase the profitability of supplementary pension funds gathered by the Costa Rican mandatory pension system based on the multiple funds model applied in Chile and Colombia, for a better and efficient way to manage the investments of Pension Funds. The proposed multiple funds model is comprised by three pension funds, differentiated only by their variable rate investing limits. The rules

Keywords: Multiple funds, pension funds, pension operator, Supplementary Pension Mandatory System

and regulations of the Mandatory Pension System (MPS) allow the adoption of a multiple funds model, as the modifications to be done for the management of individual accounts and investments are at the operational level, requiring only a modification of the regulations. Multiple funds can help clear out current deficiencies of the Supplementary Pension Fund Mandatory System, mainly regarding investment portfolio diversification

RESUMEN

El presente trabajo de investigación plantea una propuesta de un modelo alternativo para mejorar la rentabilidad de los fondos captados por el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias de Costa Rica, a partir del modelo de Multifondos implementado en Chile y Colombia, para un manejo más eficiente de las inversiones de los Fondos de Pensiones. El modelo de Multifondos propuesto consiste en un conjunto de tres fondos de pensiones, los cuales se diferencian en cuanto a sus límites de inversión en renta variable.

Palabras clave: Multifondos, fondo de pensiones, operadora de pensiones, Régimen Obligatorio de Pensión Complementaria.

La ley y reglamentos en relación con el ROP, permiten adoptar el modelo Multifondos, ya que las modificaciones a realizar son a nivel de funcionamiento operativo de la administración de las cuentas individuales y de las inversiones, para lo cual sería necesario modificar únicamente el Reglamento. Los Multifondos pueden ayudar a resolver las deficiencias del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias vigente, principalmente en materia de diversificación de los portafolios de inversión.

¹ Las autoras agradecen a la señora Marjorie Jiménez Varela, Directora de la División de Planificación y Normativa de la Superintendencia General de Pensiones por su aporte e información brindada para la elaboración de la presente investigación.



>> INTRODUCCIÓN

El principal objetivo de la creación de un esquema de Multifondos dentro de un régimen de pensiones es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados al momento de pensionarse (AfpHabitat.cl, 2012, p.1). Al maximizar la rentabilidad de los aportes de los cotizantes por medio de portafolios de inversión con perfiles de riesgo distintos, se busca asegurar una pensión digna.

En la actualidad, el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias (ROP) mantiene más de ₡1,9 billones invertidos en el sector público local (valor cercano al 80%), especialmente por títulos del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, según datos publicados por la Superintendencia de Pensiones de Costa Rica (SUPEN).

En materia de diversificación, el ROP tiene que avanzar: la concentración no solo es por país sino por tipo de instrumentos, pues en la cartera existen pocos fondos de inversión y no hay acciones u otros instrumentos que podrían aumentar la rentabilidad de las inversiones. Las Operadoras de Pensiones (OPC) consideran que en el país no existe un mercado de acciones desarrollado y que la regulación no les permite comprar este tipo de productos en el exterior, salvo que se haga a través de fondos, según indica Esteban Ramírez (2010).

Esta situación evidencia la necesidad de reformar la gestión de estos portafolios, de manera que se puedan enfrentar mejor las volatilidades del mercado local, a través de la utilización de instrumentos de otros mercados, e incluso de renta variable.

Un factor que agrava la situación expuesta es la necesidad del ROP de tener rendimientos más altos; de acuerdo con el Censo de Población del 2011, la tasa de crecimiento de la población pasó de 2,8% a 1,1%, y la población está envejeciendo, lo cual hace que, a futuro, la población económicamente activa que sostiene los regímenes de pensiones se vea considerablemente disminuida, lo que podría provocar una situación social compleja ante pensiones muy bajas que no permitirían a sus beneficiarios tener los ingresos suficientes para subsistir. Además, la disminución de la población económicamente activa y el aumento en la población pensionada, en algún momento, puede provocar que el Régimen de Pensiones colapse y no pueda continuar subsidiando a este grupo poblacional (INEC, 2011).

Según la Revista SUMMA del 19 de diciembre del 2011, la SUPEN ha estado analizando una eventual implementación del modelo de Multifondos en el ROP. La propuesta definiría, entre otros: la cantidad de fondos que deberían funcionar, las edades que aplicarían para cada fondo y otras variables del modelo que deben especificarse, de forma que se presente una propuesta al CONASSIF (Consejo Nacional de Supervisión del Régimen Financiero).

Lo anterior justifica la importancia de la realización de este trabajo, ya que tanto el país como el Régimen vigente experimentan la necesidad de implementar un modelo de Multifondos en el corto plazo.

El presente trabajo de investigación busca generar una propuesta alternativa de manejo de las inversiones de los fondos de pensiones, a partir del esquema de

Multifondos implementado exitosamente en varios países de América Latina, de manera que las OPC busquen opciones para ampliar la gama de títulos en los que invierten, mitiguen mejor el riesgo a través de la diversificación y logren incrementar la rentabilidad acumulada a largo plazo. Además, el modelo de Multifondos incentiva una mayor participación del afiliado en las decisiones de inversión de sus recursos, de acuerdo con su perfil de riesgo, las expectativas de rentabilidad y los periodos que le resten para pensionarse.

El objetivo general del este trabajo de investigación es estructurar una propuesta de un modelo alternativo para mejorar la rentabilidad de los fondos captados por el ROP de Costa Rica, a partir del modelo de Multifondos implementado en Chile y Colombia, para un manejo más eficiente de los portafolios de inversión que permita que el régimen sea sostenible a largo plazo.

METODOLOGÍA APLICADA

La metodología utilizada consistió en realizar una descripción del ROP y de la población económicamente activa; plantear las principales variables del modelo de Multifondos, analizar los regímenes de Multifondos implementados en América Latina, principalmente en Chile y Colombia; puntualizar las limitaciones de la aplicación del modelo de Multifondos para Costa Rica; y, por último, delimitar la propuesta de esquema de Multifondos para Costa Rica.

ESTADO DE LA CUESTIÓN

Este apartado inicia detallando las li-

Se plantea una propuesta de un modelo alternativo para mejorar la rentabilidad de los fondos captados por el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias de Costa Rica, a partir del modelo de Multifondos implementado en Chile y Colombia, para un manejo más eficiente de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

mitaciones del ROP vigente, los desafíos que tiene la Superintendencia de Pensiones de Costa Rica ante la implementación de un modelo Multifondos y los alcances de la actual Ley de Protección al Trabajador.

Limitaciones del Régimen Obligatorio de Pensión Complementaria vigente

El ROP nació como medida para fortalecer el Régimen de Pensiones del país ante la crisis y la insostenibilidad del Régimen de Pensión Básico actual. El ROP consiste en la creación de fondos en cuentas individuales con los aportes de cada trabajador y patrono a este régimen, para que sean un complemento al Régimen básico, es decir, al Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social. Estas cuentas son administradas por las operadoras de pensiones, bajo los lineamientos establecidos por la ley y por los reglamentos emitidos por la Superintendencia de Pensiones.

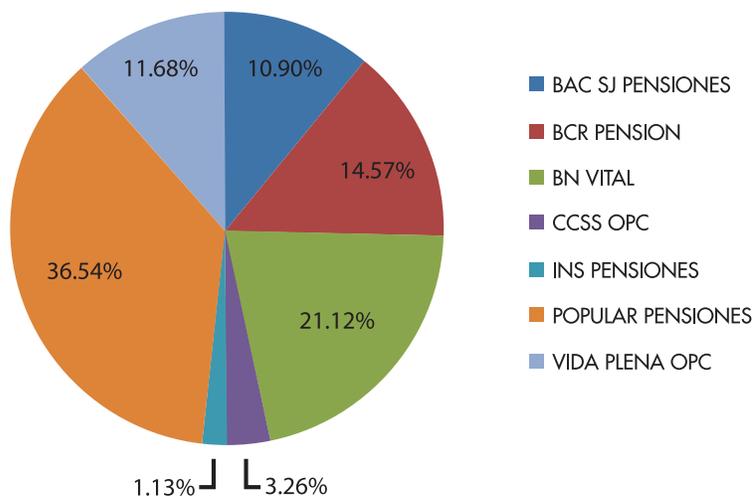
La operadora de pensiones que administra la mayor cantidad de fondos es Popular Pensiones con un 36,54%, seguido BN Vital y, en tercer lugar, BCR Pensiones (figura 1).

Tras doce años de haberse creado, el Régimen actual de Pensión Complementaria presenta una serie de limitaciones que, si no se trabajan, pueden provocar que no cumpla con el objetivo por el cual fue creado, lo cual pone en riesgo la pensión que los cotizantes recibirán en el futuro. A continuación se enumeran las principales limitaciones de este Régimen.

• Morosidad y evasión en el Régimen de Pensiones

El Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte en este momento tiene una acumulación de cuentas morosas por montos muy altos. Además, al centralizarse la recaudación en el SICERE, indirectamente se afecta al Régimen Complementario, porque hay un porcentaje de fondos que no están siendo captados por todo el Régimen de Pensiones,

Figura 1: Porcentaje de portafolio total de inversiones por operadora de pensiones al 31 de Julio del 2012.



Fuente: Superintendencia de Pensiones con base en información suministrada por las entidades supervisadas

lo que lo convierte en un riesgo latente para ambos regímenes.

Por otro lado, la evasión de los contribuyentes ha asumido dos formas: el no aseguramiento de muchos trabajadores; y la subdeclaración de los ingresos de los que sí están asegurados. Esta situación afecta al ROP porque el monto base sobre el que se deduce el porcentaje de este Régimen es inferior o nulo, por lo que, a menor capital, menores rendimientos y menor valor del fondo a largo plazo. Esto se ve intensificado porque, de acuerdo a la ley, este complemento va a representar, a futuro, aproximadamente un 30% del monto de pensión que va a recibir el contribuyente.

• Envejecimiento de la población

El envejecimiento de la población y el aumento en la expectativa de vida de los pensionados hacen necesario el manejo adecuado de las inversiones de los fondos provenientes del ROP para que generen mayores rentabilidades a largo plazo y el pensionado no pierda poder adquisitivo cuando reciba su pensión. Este fenómeno de envejecimien-

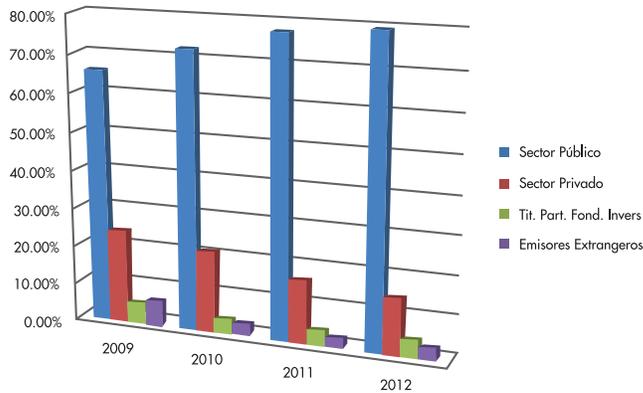
to de la población se ha acentuado aún más en el último decenio.

De acuerdo con esta tendencia, la tasa de natalidad irá disminuyendo y serán menos los cotizantes del Régimen de Invalidez Vejez y Muerte que sustenten el pago de pensión a quienes ya tienen edad para hacerlo.

• Falta de diversificación de los portafolios que administran las operadoras de pensiones

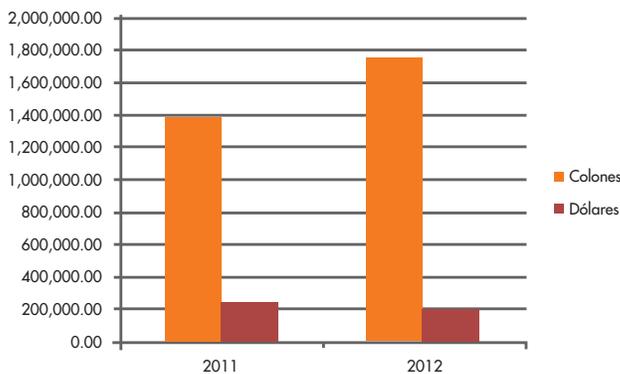
Las OPC se han puesto una serie de limitaciones para buscar diversificación y un mayor rendimiento. Si bien la ley y los reglamentos permiten la diversificación, las OPC han preferido no arriesgar y administrar los fondos con el menor riesgo posible, por lo que el rendimiento se ha visto sacrificado y se han limitado las opciones de inversión, dado que no quieren asumir responsabilidad sobre un portafolio muy diversificado. Esto se evidencia en la figura 2, donde se muestra la estructura de portafolio por sector: las OPC apuestan a darle más peso a la inversión en títulos del sector público, a pesar de haber en el mercado más opciones, tanto a >>

Figura 2: Porcentaje de estructura de portafolio por sector y por año, del 2009 al 2012



Fuente: Superintendencia de Pensiones con base en información suministrada por las entidades supervisadas.

Figura 3: Estructura de portafolio por moneda, 2011 y 2012, en millones de colones.



Fuente: Superintendencia de Pensiones con base en información suministrada por las entidades supervisadas.

>> nivel nacional como internacional, las cuales, por ley, están contempladas.

Los recursos de todos los cotizantes al Régimen se encuentran en el mismo portafolio, de esta manera, el riesgo es asumido en igual proporción por quien inicia su vida laboral y que empieza a constituir un ahorro a largo plazo, y por quienes se encuentran próximos a pensionarse, o incluso pensionados que requieren un capital que garantice, a corto plazo, su subsistencia.

• Poca inversión en mercados internacionales

Las OPC tienen la ventaja de que la ley les permite salir a los mercados internacionales,

y hoy se puede invertir hasta un 50% del fondo administrado. Para poder diversificar y aprovechar este espacio, los gestores deben salir a los mercados internacionales a buscar las opciones de inversión, lo cual demanda una mayor especialización y conocimiento de los mercados internacionales.

Como parte de la diversificación de los portafolios, es necesario que se tome en cuenta la moneda y los riesgos cambiarios que se pueden presentar por motivo de los procesos de diversificación de los portafolios con títulos en el extranjero. Como se aprecia en la figura 3, en el caso de las OPC, la mayor parte de los títulos de sus carteras están en colones.

De acuerdo con Marjorie Jiménez, Directora de Planificación y Normativa de la SUPEN, hay razones que explican por qué las operadoras de pensiones no salen a invertir en el extranjero:

1. Conocimiento técnico: en nuestro país no se ha desarrollado la cultura financiera, el conocimiento en los mercados internacionales es básico, no solo para los gestores de Fondos de Pensiones. Esto genera temor a incursionar en mercados más desarrollados.
2. Idioma: si bien en Costa Rica muchas personas hablan inglés, no precisamente estas personas están ubicadas en el Sistema Financiero Nacional, o tienen el nivel de inglés técnico requerido para poder ir a esos mercados.

• Caída de rentabilidad de los portafolios administrados por las OPC

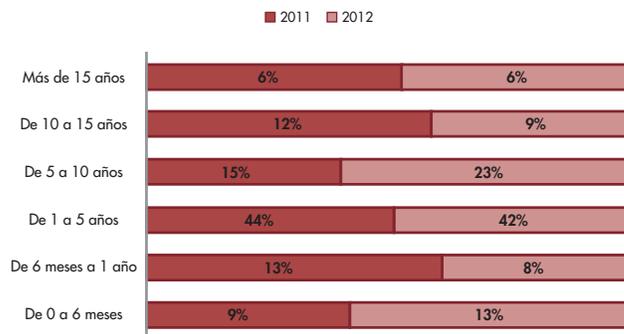
La caída en la rentabilidad de los diversos instrumentos en los mercados ha repercutido en la valoración de los portafolios y, por consiguiente, el capital de quienes se encuentran próximos a pensionarse o de los ya pensionados se ha visto disminuido. A inicios de este año, hubo un efecto negativo en la rentabilidad debido al bajo rendimiento en los Bonos del Estado, lo que afectó de forma diferente a las OPC.

Estas diferencias están directamente relacionadas con el tamaño de los portafolios de inversión de cada una de las OPC y el valor del fondo, lo cual demuestra que las operadoras deben cambiar su estrategia y enfocarse en diversificar y ver el rendimiento más a largo plazo, que, al final, es lo que interesa al afiliado.

• Horizonte de inversiones a corto plazo

El horizonte de inversiones debe ser a más largo plazo, puesto que más del 50% de los fondos están invertidos a corto plazo (figura 4). La implementación de un modelo de Multifondos puede facilitar este proceso porque las inversiones se harán por el perfil del inversionista y su edad.

Figura 4: Porcentaje de estructura de portafolio por año y por plazo, 2011 y 2012.



Fuente: Superintendencia de Pensiones con base en información suministrada por las entidades supervisadas.

• Subdesarrollo del Mercado de valores costarricense

El Mercado de valores en Costa Rica es muy poco profundo, hay muy poca oferta de títulos, y las emisiones son pequeñas para el volumen de fondos que se administran y que van en aumento.

En este aspecto, la Superintendencia de Pensiones no ha intervenido, ya que su objetivo es regular para que los contribuyentes tengan una pensión. Si el Mercado Nacional de Valores quisiera hacer más captaciones provenientes de los Fondos de Pensiones, deberá ofrecer más instrumentos que cumplan con todos los requisitos de la regulación de inversiones, específicamente, en cuanto a los grados de inversión, los tamaños de las emisiones y la bursatilidad, de forma que no se afecte a los afiliados.

Si al implementar el modelo Multifondos, las OPC comienzan a invertir más en el exterior, esto puede generar una reacción en el Mercado Nacional de Valores y que este comience a evolucionar y a generar condiciones que hagan atractiva la inversión nacional, no solo en renta fija sino también en renta variable.

• Operadoras de Pensiones compiten por rentabilidad

La estrategia de atracción y retención de los afiliados de la OPC es: ¿cuál operadora da mejor rendimiento con respecto a otras a corto plazo? Al competir por rentabilidad, las OPC no toman riesgos que puedan afectar dicha rentabilidad, por lo que no invierten en los mercados internacionales al existir mayor incertidumbre con respecto a la rentabilidad esperada, y al no analizar los beneficios que esto puede traer al fondo de pensiones a largo plazo. Actualmente, las administradoras de fondos de pensiones prefieren invertir a nivel nacional a tasas muy competitivas, y tienen pocos incentivos para salir por dicha estrategia de atracción y retención de afiliados.

En este aspecto, Marjorie Jiménez indica que “un fondo de pensiones no debería competir por rentabilidad porque nosotros no somos corto plazo”. Esto quiere decir que el complemento a la pensión es algo que se va a recibir a largo plazo, por tanto, lo importante es la rentabilidad reunida a lo largo del periodo de acumulación.

Desafíos para implementar Multifondos

Detectamos básicamente dos que pasamos a comentar seguidamente: costos y comunicación con educación.

• Costos

La implementación de Multifondos no puede estar asociada a un crecimiento desmedido de los costos; actualmente las OPC administran un único fondo, todos los afiliados están ahí, y al dividirlos puede significar que el costo se triplique o se duplique, por lo que la SUPEN velará por que los afiliados no asuman una carga mayor a la que tienen en este momento, para que sus pensiones a largo plazo no se vean afectadas y pierdan valor en el momento de recibir las.

• Comunicación y Educación

Al estar conformado el ROP por la población trabajadora, hay una gran variedad de trabajadores, desde el campesino sin escolaridad hasta el ejecutivo que más salario recibe en el país. El problema se agudiza por la poca cultura financiera que hay en el país. Para ello, la SUPEN, apuesta por una campaña de comunicación y educación adecuada para cada región, donde se utilicen los canales de difusión masiva que sean más conocidos en cada zona.

En cuanto a las OPC, la SUPEN plantea una estrategia de divulgación que les provea toda la capacitación necesaria en temas como: el funcionamiento del modelo, la transición de cuenta individual única a una cuenta individual bajo el modelo Multifondos, cómo suministrar la información del afiliado a la SUPEN, las modificaciones requeridas en la estructura de los portafolios, entre otros temas. El objetivo de esta capacitación será dotar a las OPC del conocimiento para poder asesorar eficientemente al afiliado. >>

El modelo de Multifondos propuesto consiste en un conjunto de tres fondos de pensiones, los cuales se diferencian en cuanto a sus límites de inversión en renta variable

>> Al hacer un corte con los resultados obtenidos hasta el momento, se evidencia la necesidad de revisar el ROP y complementarlo con un modelo Multifondos, ya que el hecho de que el capital esté en un solo fondo implica rendimientos más bajos a largo plazo y hasta posibilidad de pérdida al tener la mayor parte de los fondos invertidos en renta fija costarricense. Al incorporar al contribuyente como un ente activo que, de acuerdo a su perfil y edad, va a participar en la elección del riesgo que quiere asumir y en qué tipo de instrumentos quiere invertir, va a presionar a que las OPC busquen una relación riesgo/rendimiento más apropiado y acorde.

Legislación de pensiones vigente y Multifondos

La Ley de Protección al Trabajador es suficientemente abierta para adoptar Multifondos, y las principales modificaciones a realizar son en el Reglamento de apertura y funcionamiento de las entidades autorizadas, el cual regula el funcionamiento operativo de la administración de las cuentas individuales y algunas modificaciones menores en el Reglamento de Inversiones, lo cual, de acuerdo con la SUPEN, es muy probable que ocurra en el 2013.

PROPUESTA DEL MODELO MULTIFONDOS PARA COSTA RICA

El ROP se rige por la capitalización de aportes en cuentas individuales y de contribución definida. El hecho de que el Régimen sea de contribución definida, y no de beneficio definido, implica que la legislación vigente deja abierta la opción de que los afiliados puedan participar del riesgo y del retorno asumido por las carteras de inversión que administran las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP); régimen que bien puede acoger

un modelo de Multifondos.

Multifondos es un conjunto de tres a cinco alternativas de inversión o fondos de pensiones, que ofrecen las OPC a sus afiliados para invertir sus ahorros o aportes, obligatorios o voluntarios, a su fondo de pensiones por medio de su cuenta individual.

El principal objetivo de la creación de un esquema de Multifondos dentro de un régimen de pensiones es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados al momento de pensionarse (AfpHabitat.cl, 2012, p.1). En otras palabras, busca maximizar la rentabilidad de los aportes de los cotizantes por medio de portafolios de inversión (o fondos de pensiones) con distintos niveles de riesgo/rentabilidad. Además, tiene como fin que los cotizantes tengan una mayor participación en las decisiones de inversión de sus recursos, con lo que se obliga al sistema a mantener informado al afiliado.

A continuación se presenta la propuesta del modelo Multifondos para Costa Rica, para los fondos captados por el

ROP. Se presenta la propuesta por variable para facilitar su comprensión.

Tipos de portafolios y número de fondos

Uno de los principales pilares de todo modelo Multifondos es la definición del número y perfil de cada fondo de pensiones. La presente propuesta para Costa Rica se enmarca en tres fondos de pensiones, similar a la estructura utilizada en Colombia.

Todas las OPC estarán en la obligación de ofrecer los tres fondos, de manera que la oferta en materia de tipos de fondos sea homogénea y la no disponibilidad de un determinado fondo no sea limitante para que un afiliado permanezca con la OPC de su elección. Además, esto evita que las AFP se concentren en uno o dos tipos de fondos de pensiones, lo que minaría los beneficios de establecer un Régimen de Multifondos.

Para la etapa de acumulación (afiliados no pensionados) se proponen los fondos de los cuadros 1, 2 y 3.

Cuadro 1: Fondo conservador

FONDO CONSERVADOR	Perfil del afiliado:	Dirigido a personas con baja tolerancia al riesgo y que se encuentren cercanas a la edad proyectada para pensionarse y que prefieran obtener un menor rendimiento al invertir en títulos menos volátiles.
	Objetivo:	El objetivo de inversión de este fondo es que el afiliado invierta sus aportes en los instrumentos financieros más seguros posibles a nivel nacional e internacional, lo que garantiza una inversión con rentabilidad más estable al asumir un riesgo mínimo, de manera que exista una preservación del capital.
	Política de inversión:	Invierte principalmente en instrumentos de renta fija nacional e internacional y sólo una pequeña proporción en renta variable. Debe permitirle obtener rentabilidades superiores a las que pueden obtener los instrumentos de renta fija.

Cuadro 2: Fondo moderado

FONDO MODERADO	Perfil del afiliado:	Dirigido a personas con un perfil de riesgo moderado que estén dispuestas a tolerar ciertas caídas en el rendimiento del capital acumulado como consecuencia del riesgo asumido.
	Objetivo:	El objetivo de inversión de este fondo es el buscar, a largo plazo, una mayor rentabilidad que la de un fondo conservador, al asumir un riesgo moderado. El afiliado esperaría una rentabilidad acumulada mayor al final de su periodo de estancia en este fondo.
	Política de inversión:	Diversificación a través de la inversión en instrumentos de renta fija y variable, tanto en títulos nacionales como internacionales. Asume un nivel de riesgo intermedio, por lo cual se espera caídas en el rendimiento para algunos periodos, pero siempre procurando que la rentabilidad acumulada sea mayor que la del fondo conservador, y que sea positiva.

Cuadro 3: Fondo Mayor Riesgo

FONDO DE MAYOR RIESGO	Perfil del afiliado:	Dirigido a personas con un perfil de alta tolerancia al riesgo, que se encuentren lejos de la edad proyectada para pensarse y estén dispuestas a asumir una mayor volatilidad en los rendimientos sobre el capital acumulado.
	Objetivo:	Tiene como objetivo de inversión ser un fondo de crecimiento o apreciación de capital, donde se asume mayor riesgo, con fin de obtener rendimientos mayores que cualquiera de los otros fondos, dado que el horizonte de inversión es lejano.
	Política de inversión:	Fuerte inversión en instrumentos de renta variable, tanto nacional como extranjero, cercano al porcentaje máximo legal permitido del valor de la cartera de este fondo. Posee una alta diversificación, lo que le permite una rentabilidad esperada mayor. Invierte un porcentaje menor en instrumentos de renta fija. Puede invertir en instrumentos derivados, recompras y reportos, de acuerdo con los límites establecidos por ley.

Límites de inversión en renta variable

En cuanto a los límites de inversión en renta variable, Costa Rica presenta una

situación particular, ya que, dentro de la composición de la cartera de inversión para el ROP actual, predominan las inversiones en renta fija del sector público, lo que representa más de un 60% de la

cartera total para el último quinquenio. Se propone (tabla 1) utilizar el esquema de límites máximos y mínimos por tipo de fondo de Chile; y para los límites de inversión por emisor, tomar como referencia los que se encuentran vigentes en la Ley de Protección al Trabajador, artículo 61, y en el Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, publicado por la SUPEN, en el artículo 29. Es relevante señalar la necesidad de establecer límites mínimos, pues de otra forma las AFP no tendrían presión para moverse a un esquema de diversificación y se mantendrían invirtiendo en renta fija, como lo hacen actualmente.

Número máximo de fondos a escoger

El afiliado solo puede seleccionar y estar en un tipo de fondo, salvo las siguientes condiciones:

1. Que se encuentre en el límite superior de su grupo de edad y requiera el traslado de saldos pero el mercado se encuentre a la baja, en este caso, se hará una transición gradual de los fondos.
2. Que el afiliado haya solicitado pasarse a otro fondo, en este caso, estará en dos mientras se terminan de transferir los fondos, los cuales, para protección del afiliado, se transferirán gradualmente.

Grupos de edad

Se toman los grupos de edad que han sido previamente definidos por la SUPEN de acuerdo con la agrupación de los datos de afiliados al ROP.

La forma de asignación establece cuatro grupos de edad:

- **Grupo uno:** afiliados menores de 31 años.
- **Grupo dos:** afiliados entre 31 y 44 años.
- **Grupo tres:** afiliados mayores de 45 años y menores de 59 años.
- **Grupo cuatro:** afiliados mayores a 59 años. >>

Tabla 1: Propuesta de límites de inversión en renta variable por tipo de fondo y emisor

TIPO DE FONDO	RENDA VARIABLE		SECTOR PÚBLICO (Límite Máximo)	SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (Límite Máximo)	INSTRUMENTOS EXTRANJEROS (Límite Máximo Global)
	Mínimo	Máximo			
Conservador	5%	20%	20%	20%	5%
Moderado	15%	40%	40%	40%	25%
Mayor Riesgo	25%	60%	40%	60%	50%

Tabla 2: Propuesta de asignación de afiliados por grupo de edad y tipo de fondo

TIPO DE FONDO	MENORES DE 31 AÑOS	DE 31 A 44 AÑOS	DE 45 A 59 AÑOS	MAYORES DE 59 AÑOS
Conservador				
Moderado				
Mayor Riesgo				

>> Opción por defecto

Los afiliados que no seleccionen tipo de fondo son asignados a uno de los tres fondos, a partir del grupo de edad al que pertenece y su perfil de riesgo.

Se propone este esquema de asignación dado que, mediante la revisión de la experiencia de Chile al aplicarla, se ha logrado una distribución más homogénea en los portafolios. En Chile, del porcentaje de total de activos, el 39% de los activos son del tipo de fondo de pensiones C Intermedio, el tipo A y B representan un 18% cada uno.

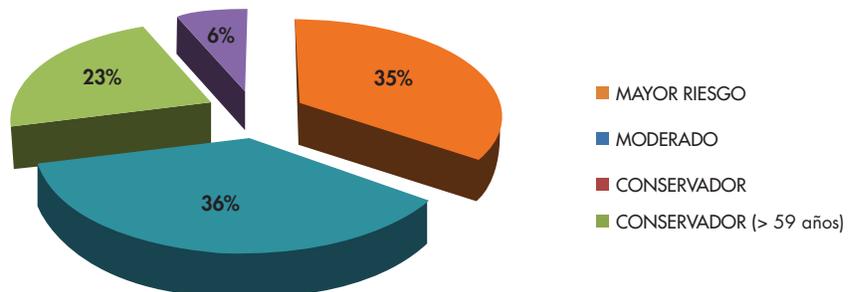
En la tabla 2 presenta la matriz de asignación propuesta.

Según este esquema, a los afiliados más jóvenes se les asigna un fondo más intensivo en renta variable y a los afiliados de mayor edad se les incorpora en un fondo más intensivo en renta fija. Se establece una asignación gradual de los afiliados a los fondos de pensiones, por lo que, al momento de cambio de tramo por

edad, se traspasa un 20% de sus saldos por año, en un período de cuatro años, hasta completar el traspaso de la totalidad de los recursos.

Para ilustrar el resultado de esta distribución de los afiliados siguiendo el esquema propuesto, se utilizaron los datos publicados por la SUPEN de afiliados que actualmente cotizan en el ROP, a julio del 2012 (figura 5).

Figura 5: Propuesta de distribución de afiliados al ROP por tipo de fondo. Cantidad de afiliados al 31 julio 2012.



Garantía de rentabilidad mínima

Se refiere a la participación del Estado como garante de una rentabilidad mínima sobre las inversiones que hacen las OPC para cada fondo de pensiones.

Según la legislación vigente, en el marco de la Ley de Protección al Trabajador en su artículo 41, existe garantía del Estado únicamente sobre los fondos y no sobre una garantía de rentabilidad mínima.

Al consultar acerca de la posibilidad de que exista este tipo de garantía para el Régimen de Multifondos en Costa Rica, la señora Marjorie Jiménez comenta:

[La garantía de rentabilidad mínima] es un mecanismo muy criticado porque obliga a que todos inviertan en lo mismo, las estructuras de cartera sean casi iguales y casi que no se diferencia entonces lo mismo da escoger la operadora A que la operadora B porque a nivel de cartera prácticamente es lo mismo...

Si fuera que el Estado la mantiene tampoco, no es una buena idea, porque eso significaría dar una transferencia

La propuesta puede ayudar a resolver las deficiencias del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias vigente, principalmente en materia de diversificación de los portafolios de inversión. La ley y reglamentos en relación con el ROP, permiten adoptar el modelo Multifondos, para lo cual sería necesario modificar únicamente el Reglamento

de recursos del Estado, hacia un Régimen que lo que pretendió cuando se creó fue quitarle pasivos contingentes al Estado.

A partir de esta información, se plantea continuar con el esquema actual, en el cual el Estado garantice únicamente los fondos y no incluir esta variable en el Modelo Multifondos para Costa Rica.

Transferencias entre fondos

Se plantea que el número de veces que el afiliado pueda cambiarse de tipo de fondo sea de, máximo, una vez al año. Ninguna transferencia se hará del 100%, sino que será gradual y en tramos.

Comisiones de administración

Se propone adoptar un esquema de comisiones de administración de las OPC, similar al que actualmente tiene Colombia en su Régimen de Multifondos. Bajo este esquema, el cálculo de las comisiones de administración se hace de tal manera que la administradora pueda cobrar dicha cuota sobre el resultado de su gestión como administradora del fondo. Este mecanismo tiene como finalidad incentivar el mejor retorno posible.

La tabla 3 resumen los modelos usados de referencia, así como el vigente y propuesto para Costa Rica.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La ley vigente no es restricción en materia de inversiones, ya que permite inver-

tir en el mercado nacional e internacional en diversos instrumentos, sino que son las OPC las que no diversifican sus portafolios haciendo uso extensivo de la legislación vigente. El horizonte de inversión de las OPC es a muy corto plazo, y se enfoca sólo en moneda nacional; además, la mayor parte de la inversión de los fondos de pensiones en el país se lleva a cabo en el sector público, en más de un 60% en renta fija, mientras que más del 50% de los fondos están invertidos a corto plazo, a pesar de que deberían invertirlos a largo plazo.

Para implementar Multifondos, los cambios requeridos en la legislación son a nivel de reglamentos, ya que el modelo está orientado a modificar el esquema de inversión y no el de cotización vigente en Costa Rica, siendo necesaria la aprobación únicamente del CONASSIF y no del Congreso. Esto podría agilizar el trámite para una eventual implementación en Costa Rica.

Los recursos del ROP se encuentran en el mismo portafolio, de esta manera el riesgo es asumido en igual proporción por todos los afiliados.

El mercado nacional está poco desarrollado, por lo que, si se implementan Multifondos, habrá mayor demanda de títulos y esto puede presionar al mercado a ofrecer opciones que cumplan con los requerimientos de la SUPEN. Caso contrario, las operadoras se verían obligadas a captar más en los mercados internacionales.

Las OPC no cuentan con personal especializado en materia de inversiones, lo cual limita su capacidad para diversificar e incursionar en mercados más desarrollados,

ya que hay poco conocimiento técnico y limitaciones de idioma.

La mayoría de los afiliados no tienen los conocimientos básicos en materia de inversiones y los riesgos asociados; hay desconocimiento en cuanto a las volatilidades de los instrumentos y los rendimientos, lo cual hace que exista una mayor aversión al riesgo.

El modelo Multifondos puede ayudar a paliar las deficiencias del ROP vigente, ya que su principal objetivo es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados al momento de pensionarse al buscar la maximización de la rentabilidad de los aportes, por medio de diversos fondos de inversión. Además, al haber una mayor participación de los afiliados en las decisiones de inversión de sus recursos, obliga al sistema a mantenerlos informados.

Se recomienda a la SUPEN integrar, desde la etapa de planeación, a las OPC del país, especialmente a las tres OPC que tienen la mayor cantidad de afiliados y fondos, ya que esto genera menor resistencia al cambio y una mayor disposición de colaboración por parte de las OPC.

Una vez que la propuesta sea aprobada por el CONASSIF, debe ser publicada como un reglamento de acatamiento obligatorio por parte de todas las OPC, y se debe incorporar que todas deben ofrecer las tres opciones de fondos y que deben trasladarse a este modelo de Multifondos en una fecha establecida.

Se debe crear un Plan de Capacitación a OPC en materia de inversiones, de manera que puedan hacer una asesoría eficientemente. >>

Cuadro 3: Cuadro comparativo de Esquemas Multifondos de Chile y Colombia y Modelo Propuesto para Costa Rica.

VARIABLE	CHILE	COLOMBIA	COSTA RICA ACTUAL	COSTA RICA PROPUESTA
Implementación del modelo de capitalización individual	1981	1993	1988 y 2000 (reformas al Régimen Pensiones)	1988 y 2000 (reformas al Régimen Pensiones)
Implementación del esquema de Multifondos	2002	2011	N/A	No definido
Número de fondos de pensiones	5	3 (un 4° solo para retiro programado)	1	3
Límite máximo de renta variable en el fondo más agresivo	80%	70%	N/A	60%
Límite máximo de renta variable en el fondo más conservador	0%	20%	20%	20%
Valor de los fondos de pensiones en millones USD (2011)	134 962	53 419,54	2 691,56	2 691,56
Número total de afiliados (2011)	10 063 741	6 448 047	2 054 090	2 054 090
Opción por defecto	Los afiliados son asignados a un fondo de acuerdo a su edad.	Los afiliados son asignados al fondo intermedio.	Los afiliados son asignados a un mismo fondo.	Los afiliados son asignados a un fondo de acuerdo a su edad.
Porcentaje de activos (fondos administrados) en la estrategia balanceada	40.5% en el fondo c (hasta un 40% de renta variable).	88% en el fondo moderado (máx. 45% en renta variable).	N/A	N/A
Garantía de rentabilidad mínima	Se exige una garantía de rentabilidad mínima diferente según tipo de fondo.	Garantía por parte del Estado de rentabilidad no negativa.	El estado garantiza los fondos que administran las OPC, pero no la rentabilidad.	Continuar con el esquema actual, porque el ROP nace para quitar pasivos contingentes al Estado.
Transferencia entre fondos (número máx. de transferencias por año)	2	2 (una vez cada 6 meses)	1 vez cada 12 meses	1 vez al año
Comisiones de administración	Se establecen como un porcentaje sobre remuneración de los cotizantes, se define por libre competencia.	Cuota calculada en base a su gestión como administradora y comisión sobre saldos.	SUPEN da autorización. Se hace sobre una base de cálculo autorizada y un porcentaje de cobro aprobado, sobre esta base.	Cuota calculada en base a su gestión como administradora. SUPEN haría una calificación anual.
Número de fondos que puede escoger un afiliado	2	1 (solo aplican 2 para la regla de convergencia)	1	1

» ente al afiliado y lograr una adecuada diversificación de los portafolios que permitan aumentar la rentabilidad de los mismos a largo plazo. Con ello se busca que puedan abarcar todas las opciones de inversión disponibles de acuerdo a la ley, tanto en el mercado nacional como en el mercado internacional, en renta fija y variable.

Es importante generar una campaña de educación a los afiliados en materia de riesgos, inversiones y volatilidad de los rendimientos, de forma que ellos puedan tomar decisiones informadas a la hora de elegir el fondo que se adecue más a su perfil de inversionista. Es relevante que la educación sea estratificada de acuerdo al nivel de educación y conocimiento del sistema financiero, ya que una campaña masiva es posible que no sea comprendida por todos los afiliados y no cumpla su objetivo.

La SUPEN debe liderar la estrategia de implementación y capacitación, se recomienda elaborar un plan de acción que delimite las fechas clave de la transición, las diferentes capacitaciones de personal de OPC y la campaña de educación al usuario, de manera que haya una estandarización del proceso de transición a Multifondos.

Se deben establecer los parámetros de medición del riesgo y publicarlos para que sean de conocimiento de las OPC y de los afiliados. Para ello la SUPEN y el Comité de Riesgos deben establecer los mecanismos para monitorear constantemente los niveles de riesgos de los portafolios de las OPC, para proteger el capital.

Por otro lado, es necesario revisar la distribución de los porcentajes de origen de fondos con la finalidad de evaluar un posible incremento en el porcentaje destinado al ROP. Asimismo, se recomienda que a los afiliados que no elijan un tipo de fondo, se les asigne por grupo de edad, para procurar una mejor distribución de los afiliados entre los distintos fondos. También, definir un límite mínimo de inversión en títulos en los mercados na-

cionales y extranjeros por tipo de fondo, para que las AFP se vean en la obligación de diversificar su cartera. Además, se debe revisar el porcentaje máximo de renta variable, el cual se propone en un 60%, una vez que el modelo esté mas maduro, en un plazo de cuatro años, para evaluar la posibilidad de incrementarlo.

References

AfpHabitat.cl. (2012). *Fondo de Pensiones tipo ABCDE*. Disponible en: http://www.afphabitat.cl/files/PDF/25_fondo_de_pensiones_tipo_abcde.pdf.

Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica. (2000). Ley de Protección al Trabajador. Ley #7983. *En Diario Oficial la Gaceta #35*. Alcance 11 del 18 de febrero del 2000. San José: Imprenta Nacional.

Hormazábal, S. (2010, 14 de octubre). Multifondos en el Sistema de Pensiones en Chile. *Análisis Económico BBVA Research*. Número 10/27.

Instituto Nacional de Estadística y Censos (Costa Rica). (2011). *Encuesta Nacional de Hogares*. (1 ed.). San José: INEC.

Marchena, C. y Marin, R. (2012, se-

tiembre). *Entrevista realizada a la señora Marjorie Jiménez, Directora de Planificación y Normativa, Superintendencia de Pensiones de Costa Rica*.

Ramirez, E. (2010, 17 de octubre). OPC le apuestan a Costa Rica. *El Financiero*. Disponible en: http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2010/octubre/17/finanzas2545443.html.

Revista Suma. (2011, 19 de diciembre). Planean implementar Multifondos en el sistema de pensiones costarricense. Disponible en: <http://www.revistasuma.com/finanzas/21194-planean-implementar-multifondos-en-el-regimen-de-pensiones-costarricense.html>.

Superintendencia de Pensiones de Costa Rica. (2012). *Estadísticas*. Disponible en: <http://www.supen.fi.cr/portal/stats/category1and3/Default.aspx>.

Superintendencia de Pensiones de Costa Rica. (2003, 20 de febrero). Reglamento de inversiones de las entidades reguladas. Aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, mediante artículo 6, literal a, del acta de la sesión 355-2003, celebrada el 11 de febrero del 2003. *Diario Oficial La Gaceta 36*.

