

**ULACIT**  
**UNIVERSIDAD LATINOAMERICANA DE CIENCIA Y TECNOLOGIA**

**LICENCIATURA EN FINANZAS**

“ANALISIS DE LA RENTABILIDAD Y SEGURIDAD DE INVERTIR EN LOS  
FONDOS DE PENSIONES COMPLEMENTARIOS OBLIGATORIOS EN COLONES  
VERSUS LOS FONDOS DE PENSIONES COMPLEMENTARIOS VOLUNTARIOS  
EN COLONES QUE EXISTEN EN COSTA RICA”

**Sustentante: Carlos E. Godínez Quirós**

**PROYECTO DE GRADUACIÓN PARA OPTAR POR EL GRADO DE  
*LICENCIADO EN FINANZAS***

*Nota Obtenida: 97*

**San José – Costa Rica  
Febrero, 2006**

## DECLARACION JURADA

Yo **Carlos Eduardo Godínez Quirós**, alumno(a) de la Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología (ULACIT), declaro bajo la fe de juramento y consciente de la responsabilidad penal de este acto, que soy el autor intelectual de la Tesis de Grado titulada: ***“ANALISIS DE LA RENTABILIDAD Y SEGURIDAD DE INVERTIR EN LOS FONDOS DE PENSIONES COMPLEMENTARIOS OBLIGATORIOS EN COLONES VERSUS LOS FONDOS DE PENSIONES COMPLEMENTARIOS VOLUNTARIOS EN COLONES QUE EXISTEN EN COSTA RICA”***, por lo que libero a la ULACIT, de cualquier responsabilidad en caso de que mi declaración sea falsa.

Brindada en San José - Costa Rica en el día **15** del mes de **Diciembre** del año dos mil **2005**.

Firma del estudiante: \_\_\_\_\_

Cédula de Identidad: 303660305 \_\_\_\_\_

**ULACIT**  
**UNIVERSIDAD LATINOAMERICANA DE CIENCIA Y TECNOLOGÍA**

**TRIBUNAL EXAMINADOR**

Reunido para los efectos respectivos, el Tribunal Examinador de la Escuela de Posgrados compuesto por:

Tutor:  
Ruben Gomez

Lector  
Juan Ricardo Wong

Presidente del Tribunal  
Mauricio Vega

## Hoja de Agradecimientos

El presente trabajo lo he concluido primeramente gracias a Dios, quien me ha brindando la serenidad y fuerza para poder avanzar constantemente aun con las adversidades con que me he encontrado en el proceso de aprendizaje.

También agradezco a mis padres por el apoyo que constantemente me han brindando durante toda mi vida, a ellos debo lo que soy y si no hubiera sido por su sabiduría y amor, no hubiese llegado a la conclusión de este trabajo el cual refleja su dedicación y confianza en mí para avanzar en el estudio y la vida.

Adicionalmente quisiera agradecer a dos personas que son un ejemplo para mí y me han brindado fortaleza y motivación constante. Primero a mi amor, Cindy, quien es una motivación en mi vida para mirar y esperar al futuro con ansias de un mañana mejor, así como un ejemplo de fortaleza y consuelo que me brinda su amor en momentos difíciles y segundo a mi hermano, Randall, que ha sido un modelo a seguir, gracias a su perseverancia y fortaleza para enfrentar con serenidad y esperanza las enseñanzas de la vida.

Finalmente agradezco a mi tutor, quien me ha guiado durante el todo el proceso de la tesis. Rubén me ha cuestionado cada avance del documento con el fin de garantizar la calidad del mismo, así como de fortalecer los conocimientos que la Universidad me ha brindado durante muchos años.

## **Hoja de Dedicatoria**

El presente trabajo se lo dedicó a Dios primeramente y a mi familia quienes me han ayudado a concluirlo y si no hubiera sido por ellos el día de hoy este trabajo no se hubiera realizado.

También se lo dedico a Cindy, quien me ha apoyado con su amor y me ha dado aliento en momentos difíciles para seguir adelante.

Finalmente, quiero dedicarle también el trabajo a la Virgen María de la Inmaculada Concepción, quien me ha mostrado en su fecha los recuerdos más bellos que guardo en mi vida.

## **Resumen ejecutivo de la investigación**

El presente documento determina las relaciones, las ventajas y las desventajas con que cuentan los fondos de pensiones complementarios obligatorios contra los fondos de pensiones complementarios voluntarios, en términos de rendimientos y seguridad, lo anterior debido a que aún cuando ambos están regidos por la misma legislación, existen diferencias importantes en cuanto al manejo y la rentabilidad que éstos instrumentos le pueden brindar a los inversionistas.

Con el análisis de la variable de rentabilidad se permite evidenciar la tendencia que han mostrado los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios desde el 2002. También se refleja cuales han sido los hechos más relevantes que han presentado, así como las consecuencias que han tenido en el actual manejo y distribución de los dineros.

Estos hechos revelantes muestran lo sensible del mercado costarricense en cuanto al manejo de grandes cantidades de dinero, así como los mecanismos que existen para mantener al afiliado informado con respecto a las situaciones que se dan en el mercado financiero costarricense.

Adicionalmente el análisis de seguridad permite evidenciar las estructuras de portafolio, con que cuentan los fondos de pensiones y que son manejados por las operadoras de pensiones. En esta sección se identifica las tendencias de diversificación de portafolio de las operadoras costarricenses actualmente.

Las estructuras de inversión reflejan que un alto porcentaje del dinero de los fondos de pensiones se encuentra colocado en instrumentos de inversión del Gobierno, debido a la falta de confianza en el mercado, así como las pocas opciones de inversión que ofrece este.

Con lo anterior se observa claramente la necesidad de buscar nuevas opciones de mercados, en donde pueda colocarse altas cantidades de dinero que poseen las operadoras, ya que cada año el volumen de dinero que es manejado por estas crece de manera importante.

Se evidencia la concentración de capital en tres operadoras de pensiones, que manejan el 80 por ciento de los dineros administrados por concepto de fondos de pensiones tanto a nivel voluntario como obligatorio.

El presente documento hace hincapié en la falta de material de fácil entendimiento para los afiliados, de manera tal ,que estos puedan tomar decisiones basados en los resultados mensuales que proveen las operadoras de pensiones a sus clientes.

Por otro lado, se hace referencia a la necesidad de proveer información más fácil de entender para toda la población costarricense, debido a que el material actual a parte de ser escaso no es claro para todos los estratos sociales del país.

Finalmente se recomienda la necesidad de establecer programas o mecanismos a través de los cuales la población pueda ser educada con el fin de que cada ciudadano posea las herramientas adecuadas para asegurar una pensión al final de su vida laboral.

## Índice de Contenidos

CAPÍTULO I .....	- 1 -
I.1.- INTRODUCCION .....	- 1 -
I.2.-JUSTIFICACIÓN.....	- 4 -
I.3- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	- 5 -
I.3.1-FORMULACIÓN DEL PROBLEMA.....	- 8 -
I.3.2.- SISTEMATIZACION: Subproblemas de la Investigación.....	- 8 -
I.3.3 MATRIZ BÁSICA DE DISEÑO DE INVESTIGACIÓN:.....	- 9 -
I.3.4 MATRIZ DE OPERACIONALIZACION DE VARIABLES:.....	- 10 -
I.3.5 TIPO DE INVESTIGACIÓN .....	- 11 -
CAPÍTULO II .....	- 13 -
II.1.- MARCO TEORICO.....	- 13 -
II.1.1 Teoría De La Administración De Fondos .....	- 14 -
II.1.2 Pensiones:.....	- 20 -
II.1.3 Ente Regulador.....	- 20 -
II.1.4 Administradores de Fondos de Pensiones .....	- 23 -
CAPÍTULO III.....	- 25 -
III.1.- MARCO METODOLOGICO .....	- 25 -
III.1.1 Tipo de Investigación.....	- 25 -
III.1.2 La Población y Unidad de Análisis de la Investigación. ....	- 25 -
III.1.3 Instrumentos de Recolección.....	- 26 -
III.1.4 Alcances y Limitaciones.....	- 26 -
III.1.5 Sujetos y Fuentes de Información.....	- 27 -
CAPÍTULO IV .....	- 29 -
IV.1.- ANALISIS E INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS .....	- 29 -
IV.1.1 Resultados Históricos .....	- 30 -
IV.1.1.1 Rentabilidad Histórica.....	- 30 -
IV.1.1.2 Activos en Manos de las Operadoras .....	- 37 -
IV.1.2.1 Concentración.....	- 39 -
IV.1.2.2 Estructuras de Portafolio.....	- 41 -
IV.1.2.3 Distribución de Afiliados al 2004.....	- 44 -
IV.1.2.4 Comunicación a Afiliados a través de los Estados de Cuenta.....	- 45 -
CAPÍTULO V .....	- 49 -
V.1 CONCLUSION Y RECOMENDACIONES .....	- 49 -
V.1.1 Conclusiones.....	- 49 -
V.1.2 Recomendaciones.....	- 52 -



## Índice de Gráficos

Gráfico 1.1 Estructura de Análisis de los Fondos de Pensiones Complementarios Voluntarios y Obligatorios en Colones .....	- 29 -
Grafico 1.2 Rentabilidad Histórica de los Fondos de Pensiones Obligatorios versus los Voluntarios en Colones de Enero 02 a Mayo 05 .....	- 33 -
Gráfico 1.3 Valoración de Rendimientos de Fondos de Pensiones Obligatorios vs. Voluntarios en Colones de Enero 02 a Mayo 05.....	- 34 -
Grafico 1.4 Valor de los Activos de los Fondos de Pensiones Obligatorio versus los Voluntarios en Colones de Enero 02 a Mayo 05.....	- 39 -

## Índice de Cuadros

Cuadro 1.1	Porcentaje de Activos Administrados por Operadora para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones de Diciembre 2002 a Julio 2005.....	- 35 -
Cuadro 1.2	Plazos de Colocación en Porcentaje de Activos Administrados por Operadora para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones de Diciembre 2002 a Julio 2005.....	- 36 -
Cuadro 1.3	Sectores en Porcentaje de Activos Administrados por Operadora para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones De Diciembre 2002 a Julio 2005.....	- 42 -
Cuadro 1.4	Instrumentos en Porcentaje de Activos Administrados por Operadora para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones de Diciembre .....	- 43 -
Cuadro 1.5	Porcentaje Autorizado para Colocar en Instrumentos de Gobierno para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones del 2003 al 2015 .....	- 44 -

# **CAPÍTULO I**

## **I.1.- INTRODUCCION**

En la administración del ex-presidente Rafael Ángel Calderón Guardia se sientan los cimientos del actual régimen de pensiones de Invalidez, Vejez y Muerte –IVM- de la Caja Costarricense de Seguro Social –CCSS-. Este régimen ha brindado la oportunidad de que trabajadores costarricenses puedan contar con un ingreso permanente después del retiro.

En la década de los años noventa, el régimen de IVM empezó a mostrar deficiencias en cuanto al manejo de los recursos, principalmente ocasionado por la morosidad y la evasión de los patronos; así como la no inclusión de trabajadores dentro de las planillas. Lo anterior aunado a una estructura administrativa ineficiente demostró que el régimen actual de continuar con el esquema existente puede generar el colapso del sistema, lo cual iría en detrimento de la calidad de vida de miles de trabajadores que han confiado y depositado parte de sus ingresos en la CCSS para garantizarse un estilo de vida aceptable, una vez que dejen de forma parte de la población laboral activa del país.

Lo anterior, obligó al país a desarrollar un mecanismo alterno que garantizara; en primer lugar que el régimen actual no colapse en el mediano plazo; segundo motivar a la población costarricense a asumir una mayor responsabilidad en cuanto al manejo del dinero que se destina para cubrir su estilo de vida actual y finalmente ampliar la variedad de opciones, las cuales se puedan adaptar a las necesidades y gustos de la población costarricense en general.

Los instrumentos implementados en el país para suplir esta necesidad fueron los fondos de pensiones complementario y voluntario, que de acuerdo con Corrales Gerardo (1999) lo define como una cartera mancomunada de aportaciones individuales que han sido depositadas ante un administrador, quien por cuenta y riesgo de estos individuos toma decisiones de inversión, con el fin de constituir una reserva que le permita a cada uno de ellos contar con una pensión en el momento de su retiro.

Por otro lado la Ley N 7983 de Protección al Trabajador define al ente administrador como entidades encargadas de administrar los aportes, constituir y administrar fondos de capitalización laboral y fondos de pensiones correspondientes al Régimen Complementario de Pensiones y los beneficios correspondientes.

Actualmente, La Ley de Protección al Trabajador cuenta con cinco años de funcionamiento en Costa Rica; esta ley vela por la correcta administración de los fondos de pensiones obligatorios, así como los voluntarios.

Con la creación de los fondos de pensiones como instrumentos de inversión se amplían las posibilidades de lograr un ahorro a largo plazo, que permita garantizar una pensión después del retiro para los trabajadores costarricenses. Por otro lado, se pone a disposición del trabajador que decida cuanto desea aportar a estos fondos y queda abierta la posibilidad de no cotizar para el fondo de pensión voluntario. Sin embargo teniendo tantas opciones para invertir la interrogante en el medio es: ¿en cuál fondo, voluntario u obligatorio, es más rentable y seguro depositar una porción del dinero propio?

El presente documento pretende correlacionar las ventajas y desventajas que actualmente cuentan los fondos de pensiones complementarios obligatorios contra los fondos de pensiones complementarios voluntarios, lo anterior debido a que aún cuando ambos están regidos por la misma legislación, existen

diferencias importantes en cuanto al manejo y la rentabilidad que estos instrumentos le pueden brindar a los inversionistas.

En el capítulo segundo se comenta las principales regulaciones que existen a nivel nacional en cuanto al manejo que deben seguir en materia de pensiones, así como de fondos de pensiones. Adicionalmente se ahonda en las regulaciones y normativas que se crearon para lograr una diversificación de los fondos para lograr un alto nivel de seguridad de los dineros de los inversionistas.

Continuando con el capítulo tercero se muestra la metodología con la cual fue elaborado el presente documento. Debido a que la población de estudio consta de 8 operadoras de pensiones, no es necesario delimitar una muestra para efectos de la extracción de la información. Además, se remarca el punto de que debido a que alguna información en cuanto a seguridad y diversificación de portafolio no esta disponible al público en general, mucho del análisis utilizado se basa en la legislación existente, así como en material financiero elaborado por grupos financieros del país.

En la sección de análisis se muestran los principales datos que evidencian las diferencias existentes entre los fondos de pensiones complementarios obligatorios versus los voluntarios; los cuales a medida que se avance en el documento se evidencia una mayor flexibilidad de los fondos voluntarios.

Finalmente la conclusión evidencia las características principales extraídas de la investigación, con el objetivo de que el lector realice su propio juicio en cuanto a la colocación de dinero con el objetivo de garantizarse una pensión que les permita continuar con su estilo de vida después de retirarse de la población laboralmente activa.

## **I.2.-JUSTIFICACIÓN**

La investigación propuesta busca, mediante la aplicación de la teoría y conceptos básicos de administración y finanzas, proveer información comparativa que permita complementar la documentación existente en lo que se refiere a los fondos de pensiones complementarios obligatorios y su relación con los fondos de pensiones complementarios voluntarios en Costa Rica.

Por otro lado, el documento también podrá ser utilizado como un marco de referencia en cuanto a los criterios que deben considerarse para relacionar los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y de los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones.

Para lograr el cumplimiento de los objetivos de estudio se utilizó los métodos establecidos por la Superintendencia de Pensiones en cuanto a los criterios de diversificación de portafolio, también se utilizará el procedimiento existente para el cálculo de las comisiones que pueden aplicar las Operadoras de Pensiones Complementarias a los fondos de los inversionistas.

Otro criterio, es la tabulación y la graficación financiera para el cálculo y comparación de la rentabilidad de los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones.

De acuerdo con los objetivos de la investigación, su resultado permite crear un marco de referencia en cuanto a información comparativa para el inversionista, que le permita tener un mayor criterio al momento de decisión en cuanto a cual instrumento de inversión le puede producir mayor rentabilidad, así como que nivel de seguridad puede obtener en la colocación de sus recursos en moneda nacional al largo plazo.

Adicionalmente, la conclusión de los objetivos de la presente investigación permitirán tener mayor claridad en cuanto al nivel de rentabilidad con que cuentan los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones, este resultado irá acompañado de un análisis destacando las razones principales por las cuales se dan las diferencias en cuanto a la rentabilidad.

También, una vez concluido el presente trabajo el lector esta en la capacidad de utilizar los hallazgos presentados para iniciar un análisis adicional que le permita determinar si los fondos de pensiones son los suficientemente atractivos en cuanto a rendimientos y seguridad versus otros instrumentos de inversión disponibles en el mercado costarricense.

Finalmente, el alcance y éxito del trabajo de investigación permitirán concluir el programa para optar por el nivel de Licenciatura en Finanzas.

### **I.3- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

Los fondos de pensiones en Costa Rica cuentan con corto tiempo de existir. En el caso de los fondos de pensiones voluntarios, los cuales fueron los primeros en establecerse en el país, iniciaron su funcionamiento en el año 1995 con la creación de la Ley 7523, la cual autoriza la creación de fondos de pensiones complementarios privados. En el año 2000 entran en vigencia los fondos de pensiones complementarios obligatorios, los cuales modifican el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social, así como el auxilio de cesantía principalmente.

La razón principal que sustenta la creación de los fondos de pensiones es la no adecuada administración del régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social, el cual de continuar con el actual manejo,

de acuerdo con el gobierno, ocasionará el colapso del sistema dentro de treinta años.

La introducción de los fondos de pensiones en Costa Rica se basa en el éxito de estos instrumentos en el mercado chileno. Sin embargo, la implementación de los fondos de pensiones se da con una alta desinformación por parte de los trabajadores, lo cual genera una lenta acogida a este tipo de inversión. Para Setiembre de 1997 de acuerdo con Patricia Leitón en una publicación del diario La Nación se menciona que dos años después de creados los fondos de pensiones complementarios voluntarios tan solo 82,000 clientes participaban, lo cual representaba 7,22% de la población laboral activa en el país en ese año de acuerdo con la Encuesta de Hogares de Julio de 1996.

Para el año 2000 se aprueba la Ley de Protección al Trabajador la cual, obliga a asignar parte del auxilio de cesantía en un fondo de pensión complementario obligatorio, que sería administrado por entidades privadas o públicas autorizadas y reguladas por la Superintendencia de Pensiones.

Este nuevo régimen reveló la falta de información con que contaban los costarricenses en relación con las opciones que le ofrecía el mercado para la administración del dinero destinado a la pensión. Lo anterior se evidenció al revelar la SUPEN que la mayor parte del dinero administrado por las Operadoras de Pensiones se concentraba en BN Vital OPC y en OPC Banco Popular, ambas entidades que forman parte de un grupo financiero autónomo y dependiente del Gobierno Central.

Aun hoy, cinco años después de promulgada la Ley 7893, las personas no conocen a plenitud las características con que cuentan los fondos pensiones. Por otro lado existe falta de información con respecto a las diferencias existentes entre un fondo de pensión complementario obligatorio y un fondo de pensión complementario voluntario.



Esta falta de conocimiento puede llevar a una mala selección de instrumento y entidad administradora en lo que respecta a fondos de pensión en colones en Costa Rica.

Aunado a la no adecuada selección de fondos de pensiones, las personas en general confían de manera desproporcionada en el Estado en cuanto al adecuado manejo que se realiza del dinero depositado en los fondos de pensiones tanto voluntarios como obligatorios; lo anterior, basado en que existe una Superintendencia regulando estas operaciones, así como, una legislación que ha establecido fuertes controles para garantizar que el sistema funcione a largo plazo.

El presente documento pretende estudiar y establecer relaciones entre los fondos de pensiones complementarios obligatorios y los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones en Costa Rica, de manera tal, que se encuentre al alcance del público en general, material que permita identificar las principales ventajas y desventajas de ambos fondos en cuanto a rendimientos obtenidos, instrumentos de colocación de recursos, así como políticas de diversificación de portafolio para garantizar la seguridad del capital del inversionista al largo plazo.

La investigación que a continuación se presenta se basa en el método descriptivo, a través del cual se busca identificar las principales características de ambos fondos de pensiones, para luego determinar las relaciones existentes entre ambos instrumentos de inversión, así como resaltar las principales diferencias.

### **I.3.1-FORMULACIÓN DEL PROBLEMA**

¿Cómo correlacionar la rentabilidad y seguridad de invertir en los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones versus los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones que existen en Costa Rica basado en los resultados obtenidos durante los últimos 3 años?

### **I.3.2.- SISTEMATIZACION: Subproblemas de la Investigación**

- › ¿De qué manera se pueden relacionar los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones versus los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones?
  
- › ¿Cuáles son las políticas de diversificación de portafolio con que cuentan los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones?
  
- › ¿Cuáles son los resultados de los últimos 3 años de los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y de los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones a partir de los instrumentos de inversión que son utilizados para colocar el dinero?

### I.3.3 MATRIZ BÁSICA DE DISEÑO DE INVESTIGACIÓN:

TEMA	PROBLEMA	OBJETIVOS	
		GENERAL	ESPECIFICOS
<p>Analizar la rentabilidad y seguridad de invertir en los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones versus los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones que existen en Costa Rica.</p>	<p>¿Cómo correlacionar la rentabilidad y seguridad de invertir en los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones versus los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones que existen en Costa Rica basado en los resultados obtenidos durante los últimos tres años?</p>	<p>Analizar la rentabilidad y seguridad de invertir en los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y en los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones basado en los resultados obtenidos durante los últimos tres años.</p>	<p>Identificar las relaciones existentes entre los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones.</p>
			<p>Analizar las políticas de diversificación de portafolio con que cuentan los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones.</p>
			<p>Analizar los resultados de los últimos tres años de los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones y de los fondos de pensiones complementarios voluntarios en colones a partir de los instrumentos de inversión que son utilizados para colocar el dinero.</p>

### I.3.4 MATRIZ DE OPERACIONALIZACION DE VARIABLES:

Variables	Definición Conceptual	Definición Operacional
Seguridad	De acuerdo con la Real Academia Española (2004) la seguridad se define como la fianza u obligación de indemnidad a favor de alguien, regularmente en materia de intereses	Controles a través de los cuales se pueda detectar cambios en el mercado que puedan impactar de manera interna o externa la seguridad sobre los ingresos invertidos. La seguridad puede ser medida a través de herramientas como CAMELS
Rentabilidad	De acuerdo con la página web Capitales.com (2004) La rentabilidad obtenida por un fondo de inversión en un determinado periodo de tiempo es simplemente la variación porcentual del valor liquidativo medido en ese periodo de tiempo.	Es la diferencia entre el ingreso dispuesto para un fondo versus el ingreso obtenido final. La rentabilidad puede ser medida a través de herramientas, así como indicadores financieros.
Fondos de Pensiones	Corrales Gerardo (1999) lo define como una cartera mancomunada de aportaciones individuales que han sido depositadas ante un administrador, quien por cuenta y riesgo de estos individuos toma decisiones de inversión, con el fin de constituir una reserva que le permita a cada uno de ellos contar con una pensión en el momento de su retiro.	Cantidad de fondos de pensiones disponibles en el mercado, que manejan capitales en colones.

### **I.3.5 TIPO DE INVESTIGACIÓN**

El presente documento se basa en la investigación descriptiva y correlacional. Descriptiva debido a que Costa Rica es un país que cuenta con pocos años de tener vigente los fondos de pensiones complementarios por lo que aún cuando se han escrito bastante material relacionado con este tipo de instrumentos, también se evidencia la necesidad de identificar las características principales de los fondos de pensiones complementarios obligatorios así como de los fondos de pensiones complementarios voluntarios.

Adicionalmente, se persigue relacionar ambos instrumentos con el objetivo determinar las principales ventajas y desventajas con que cuentan dichos fondos en colones en Costa Rica, y finalmente determinar cuales son los riesgos que presentan cada uno de los fondos de pensiones complementarios.

Finalmente, el alcance de esta investigación es cuantitativo, principalmente porque al referirse el trabajo a fondos de inversión y ser la prioridad determinar la rentabilidad de estos, es necesario realizar análisis cuantitativos de las rentabilidades de ambos fondos así como identificar los niveles de riesgos con que puedan estar operando estos.



## CAPÍTULO II

### II.1.- MARCO TEÓRICO

A continuación, se enunciarán los principales fundamentos que sustentan esta investigación, de manera tal que el lector pueda encontrar material revelante en caso de que se decida profundizar o llegar a conclusiones adicionales a las propuestas en este documento.

El siguiente apartado se encuentra desglosado en cuatro secciones principales:

Teoría de la Administración de Fondos: el cual incluye los conceptos relacionados con el manejo de fondo de inversión, así como la relación que existe entre el riesgo y la rentabilidad, y las relaciones que tienen estos con los mercados donde operan.

Pensiones: sección donde se explica los principales conceptos de pensiones, así como los fondos de pensiones creados a partir de la Ley 7893.

Ente Regulador: características del máximo órgano regulador a nivel nacional en materia de pensiones.

Administradores de Fondos de Pensiones: descripción de los administradores designados para el manejo de los fondos de pensiones.

## II.1.1 Teoría De La Administración De Fondos

### a. Fondos de Inversión:

De acuerdo con la Superintendencia General de Valores, SUGIVAL, (2004) los fondos de inversión son una cartera de valores que se cotizan en la bolsa y que contienen un conjunto de inversionistas.

#### Características:

Dentro de las características con que cuenta un fondo de inversión se puede mencionar:

- › Es creado con el aporte de los inversionistas que participarán del fondo.
- › Los participantes del fondo conocen previo a formar parte de él, las condiciones bajo las cuales se administrará el dinero.
- › Los aportes de los inversionistas se ven expresados en el fondo como participaciones, las cuales se encuentran proporcionalmente distribuidas de acuerdo con el aporte realizado por cada inversionista.

#### Beneficios:

Al ser el fondo la sumatoria de varios inversionistas, esto permite que pequeños aportes puedan aumentar su rentabilidad al sumarse los aportes de todos los miembros del fondo.

A partir de la normas establecidas por la SUGIVAL (2004), los fondos de inversiones solo pueden ser gestionados por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, SAFI, en donde la sociedad administradora esta en la obligación de administrar el dinero con un grupo de profesionales en materia de inversiones.



Finalmente dentro la normativa general de la SUGEVAL (2004) se determina el rendimiento del fondo como la resta de sus inversiones (dividendos e intereses) y por las ganancias o pérdidas de capital (por la revaloración de activos).

#### **b. Fondos de Pensiones:**

De acuerdo con la Ley 7983 se especifica que los fondos de pensiones se pueden dividir en dos tipos:

Fondos de capitalización laboral: Los constituidos con las contribuciones de los patronos y los rendimientos o productos de las inversiones, una vez deducidas las comisiones por administración, para crear un ahorro laboral y establecer una contribución al Régimen de Pensiones Complementarias.

Fondos de pensiones complementarias: Los constituidos con las contribuciones de los afiliados y los cotizantes de los diversos planes de pensiones y con los rendimientos o los productos de las inversiones, una vez deducidas las comisiones.

El funcionamiento de los fondos de pensiones se realiza de acuerdo con los siguientes recursos:

- ⇒ El uno por ciento (1%) establecido en el inciso b) del Artículo 5 de la Ley Orgánica del Banco Popular y de Desarrollo Comunal, N° 4351, del 11 de julio de 1969, luego de transcurrido el plazo fijado por el Artículo 8 de esa Ley.
- ⇒ El cincuenta por ciento (50%) del aporte patronal dispuesto en el inciso a) del Artículo 5 de la Ley Orgánica del Banco Popular y de Desarrollo Comunal, N° 4351, del 11 de julio de 1969, luego de transcurrido el plazo fijado por el Artículo 8 de esa misma Ley.

- ⇒ Un aporte de los patronos del uno coma cinco por ciento (1,5%) mensual sobre los sueldos y salarios pagados, suma que se depositará en la cuenta individual del trabajador en la operadora de su elección.
- ⇒ Los aportes provenientes del Fondo de Capitalización Laboral, según lo establecido en el Artículo 3 de la Ley 7983.

### **c. Riesgos**

La normativa creada por la Superintendencia de Pensiones, SUPEN, enlista una serie de riesgos a los cuales podrían estar expuestos los fondos de pensiones.

El Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas (2003) menciona los cuatro siguientes riesgos:

- ⇒ Riesgo de Crédito: Menciona la pérdida potencial en el portafolio administrado por la falta de pago de una contraparte en las operaciones que efectúen las entidades autorizadas.
- ⇒ Riesgo Legal: Es la pérdida potencial en el portafolio administrado por el incumplimiento de las disposiciones legales y administrativas vigentes, las resoluciones administrativas y judiciales desfavorables así como las sanciones, en relación con las operaciones de inversiones que las entidades realicen.
- ⇒ Riesgo de Liquidez: Se da cuanto hay una pérdida potencial en los portafolios administrados debido a ventas anticipadas o forzosas de activos con el objetivo de hacerle frente a obligaciones.
- ⇒ Riesgo de Mercado: Son causas ajenas a la administrador del fondo, en donde, debido a una factor de riesgo de mercado genera un pérdida en los portafolios administrados por cambios que incidan sobre la valuación de las posiciones, tales como tasas de interés, tipos de cambio e índices. (p. 6-7)

#### **d. Rentabilidad**

La rentabilidad de los fondos de pensiones se ve impactada por varios factores los cuales algunos pueden conocerse previamente, sin embargo, también existen factores externos desconocidos que pueden impactar negativamente la rentabilidad de los fondos de pensiones. A continuación se mencionan los más importantes:

- ⇒ Rendimiento: El rendimiento se puede definir como el dinero adicional obtenido a partir de un valor invertido. Este ingreso es producto del valor agregado que se genera a partir de la utilización de los recursos inicialmente invertidos.
- ⇒ Interés: Es el dinero adicional recibido al invertir una cantidad determinado.
- ⇒ Comisiones: De acuerdo con el memorando SP- A- 027 emitido por la SUPEN (2003) se menciona que las comisiones son el dinero que las Operadoras de Pensiones le cobra al inversionista por la administración del fondo. Adicionalmente se señala que estas comisiones pueden ser de dos tipos: sobre rendimientos y sobre aportes a su cuenta individual. (p. 4)
- ⇒ Inflación: De acuerdo con M. Gregory Mankiw (2002) la inflación se da en las economías a partir del incremento de los precios de manera general. (p.389, 390).
- ⇒ Devaluación: Es la pérdida de valor que sufre la moneda de un país producto de la disminución de reservas monetarias internacionales principalmente.

#### **e. Mercados**

Los fondos de pensiones son colocados en los diversos mercados de acuerdo con las regulaciones vigentes de la Ley 7983, así como el Reglamento de Inversiones. A continuación se enlistan algunos de los mercados disponibles.

- ⇒ Mercado Primario: La Ley del Mercado de Valores 7732 define al Mercado Primario como el mercado en que son colocados los valores por primera vez. Sus operaciones constituyen compra-ventas a través de las cuales los valores son emitidos e ingresan al mercado de valores. Artículo 10, (p7-9)
- ⇒ Mercado Secundario: La Ley 7732 también hace referencia al Mercado Secundario el cual los define como el mercado en el que se negocian valores previamente emitidos y en circulación. El vendedor no es el emisor, sino un inversionista o un intermediario. Artículo 22, (p.11)
- ⇒ Mercado De Valores: “Mercados en los que se emiten, colocan, cotizan, negocian y se distribuyen valores o sus derivados.” (Ley 7732)
- ⇒ Mercado Concentrado: Este se define de acuerdo a la Ley 7732 como cualquier mercado organizado donde se pueda dar cualquier cambio de titularidad de un valor. Se realiza a través de oferta pública, que para el caso de Costa Rica las transacciones onerosas solo pueden darse a través de una operación en bolsa.

#### **f. Diversificación de Portafolio**

De acuerdo con Alexander, Sharpe y Balley (2003) para una adecuado selección de cartera de inversión se deben considerar factores como la inversión inicial, el período de tenencia, los rendimientos esperados así como el riesgo implícito que esta relacionado con la desviación estándar de la inversión. (p.119- 120).

Adicionalmente Alexander et all (2003) mencionan que para una correcta diversificación del portafolio de inversión se deben considerar: el Riesgo Total de la Cartera, el Riesgo de Mercado de Cartera y el Riesgo Único de una Cartera (p.160-162).

Es importante mencionar que el riesgo total de la cartera es la suma de los riesgos de mercado más los riesgos de la cartera, mientras que los riesgos de

mercado son aquellos producidos por factores externos al inversionista que afectan al mercado, un ejemplo de estos sería el incremento de los precios del petróleo que impacta la inflación esperada y que por ende una mayor inflación impacta los rendimientos esperados en las inversiones de los fondos de pensiones.

Finalmente el riesgo único de la cartera es producto de la diversificación que realice el inversionista, es decir, si coloca todos los recursos en un sólo instrumento de inversión o si distribuye el dinero en varios instrumentos.

### **g. Concentración**

Adicional a los instrumentos que existen para el manejo de los fondos, es importante evaluar el nivel de concentración que poseen las operadoras de pensiones. Para tal efecto existen índices los cuales determinan el nivel de concentración de un sector en un mercado de determinado.

La razón de concentración  $C_m$  de acuerdo con González Huag (2004) es el porcentaje de participación de mercado propiedad de las  $m$  empresas más grandes de la industria, donde  $m$  es un número específico de empresas (p.20). La razón de concentración es definida como:

$$C_m = \sum_1^m \alpha_i$$

El índice de Herfindahl-Hirschman (HH) González Huag (2004) lo define como las participaciones de mercado de todas las empresas de la industria, multiplicadas por 100 y elevadas al cuadrado (p.20).

$$HH = \sum_1^m \alpha_i^2 \times 100$$

El índice de dominancia ID de acuerdo con González Huag (2004) se define como la suma del cuadrado de las participaciones individuales de cada empresa dentro de la industria divididas por el índice de HH y elevado este último al cuadrado (p.21). El índice es definido con la siguiente fórmula:

$$ID = \sum_1^m \left[ \frac{\alpha_i^2}{HH} \right]^2$$

### **II.1.2 Pensiones:**

La Ley de Protección al Trabajador 7893 establece los planes de pensiones, los cuales los define como el conjunto de condiciones y beneficios complementarios a los ofrecidos por el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS y los regímenes públicos sustitutos de pensiones. (p.3)

#### a) Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias.

Se define como el sistema obligatorio de capitalización individual, el cual registra y controla los aportes por medio del Sistema Centralizado de Recaudación de la CCSS y administrado por medio de las operadoras elegidas por los trabajadores, de acuerdo con el artículo 2 de la Ley 7893.

#### b) Régimen Voluntario de Pensiones Complementarias.

Sistema voluntario de capitalización individual de acuerdo con artículo 2 de la Ley 7893, cuyos aportes serán registrados y controlados por medio del Sistema Centralizado de Recaudación de la CCSS o directamente por la operadora de pensiones.

### **II.1.3 Ente Regulador**

La Ley 7893 establece a La Superintendencia de Pensiones como la entidad responsable de la regulación, fiscalización y supervisión de los regímenes básicos de pensiones y los regímenes complementarios. Además la SUPEN debe supervisar lo relacionado con los fondos de capitalización laboral.

Adicionalmente la Ley 7893 describe a la SUPEN como un órgano de máxima desconcentración y adscrito al Banco Central de Costa Rica (p.31), también es importante mencionar que la SUPEN funciona bajo la dirección del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), cuerpo colegiado integrado por el presidente o Gerente del Banco Central, el Ministerio de Trabajo o su representante, cinco miembros elegidos por la Junta Directiva del Banco Central y se adiciona otro directivo.

#### a. Marco Legal

El 18 de Agosto de 1995, entró en vigencia la Ley 7523, la cual se denomina Régimen Privado de Pensiones Complementarias y Reformas de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y del Código de Comercio.

Además, el 18 de Febrero del 2000 se emitió la Ley de Protección al Trabajador 7983, la cual dicta las nuevas pautas en cuanto al manejo de las pensiones complementarias y adicionalmente reemplaza muchos de los artículos que se emitieron en la Ley 7523.

También se emitió el Reglamento de Inversiones de Las Entidades Autorizadas el 20 de Febrero del 2003, el cual enmarca las regulaciones que deben seguir las operadoras para el manejo y el cálculo de las inversiones.

Dentro de los principios de inversión que la Ley 7983 establece en su artículo 61 se encuentran:

- 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.
- c) Los recursos de los fondos sólo podrán ser invertidos en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEF.
- d) Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones vigentes emitidas por el CONASSIF.
- e) Deberán negociarse mediante los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Adicionalmente, el Reglamento de Inversiones de Las Entidades Autorizadas establece una serie de pautas que deben seguir las Operadoras de Pensiones con el manejo de los recursos, estos lineamientos se encuentran divididos por tipo valores, emisor, mercado, instrumento, etc.; sin embargo, a continuación se incluye un pequeño extracto del manejo que se debe hacer por tipo de valores y por sector:

#### Tipos de Valores

- a) Valores representativos de deuda emitidos en serie.
- b) Valores individuales de deuda con plazo de vencimiento de hasta 180 días emitidos por las entidades financieras supervisadas por la SUGEF.
- c) Bonos u obligaciones convertibles en acciones comunes o preferentes.
- d) Acciones comunes o preferentes de sociedades anónimas.
- e) Valores o instrumentos de inversión estructurados producto de procesos de titularización.
- f) Operaciones de recompra y reportos.
- g) Títulos de participación emitidos por fondos de inversión a excepción de fondos de inversión concentrados en valores privados según la definición normada por la SUGEF.



Sector (Artículo 27):

- a) En valores emitidos por el Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda: hasta el 50% de las inversiones del fondo.
- b) En valores emitidos por el resto del Sector Público No Financiero: hasta el 5% de las inversiones del fondo.
- c) En valores emitidos por el resto del Sector Público Financiero: hasta el 20% de las inversiones del fondo.
- d) En valores emitidos por empresas del Sector Privado: hasta un 70% de las inversiones del fondo, en función de la calidad crediticia de las emisiones, a saber:

<b>Calificación</b>	<b>Porcentaje del Fondo</b>
AAA	70%
AA	50%
A	20%

- e) Los fondos del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias deberán destinar como mínimo un 15% de estos a la inversión en títulos valores con garantía hipotecaria emitidos por las entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda.
- f. Se computará como valores privados las participaciones de fondos de inversión, las recompras y los reportos.

#### **II.1.4 Administradores de Fondos de Pensiones**

Los fondos de pensiones son administrados por entidades autorizadas por la Superintendencia de Pensiones las cuales son denominadas Operadoras de Pensiones.

⇒ Operadoras de pensiones:

De acuerdo con la Ley 7983 las operadoras de pensiones son las entidades encargadas de administrar los aportes, constituir y administrar fondos de capitalización laboral y fondos de pensiones correspondientes al Régimen Complementario de Pensiones y los beneficios correspondientes, conforme a las normas de esta Ley. (p. 2)

⇒ Administrador de cartera:

Los fondos de pensiones son administrados de acuerdo con el Reglamento de Inversiones de Las Entidades Autorizadas (2003) por un profesional responsable del portafolio de activos de un tercero, sea este un individuo, un patrimonio autónomo como un fondo de inversión o de pensiones. (p. 6).

Por su parte, la normativa menciona que el administrador tiene la responsabilidad fiduciaria de manejar los activos y escoger cuáles valores son los más adecuados a través del tiempo recibiendo una comisión por sus servicios.

## **CAPÍTULO III**

### **III.1.- MARCO METODOLÓGICO**

#### **III.1.1 Tipo de Investigación**

El presente documento se basa en la investigación descriptiva y correlacional. Descriptiva debido a que Costa Rica es un país que cuenta con pocos años de tener vigente los fondos de pensiones por lo que aún cuando se han escrito material relacionado con este tipo de instrumentos, se evidencia la necesidad de ahondar más en las principales características de los fondos.

También, es correlacional porque también se persigue relacionar ambos instrumentos con el objetivo determinar las principales ventajas y desventajas con que cuentan ambos instrumentos en colones en Costa Rica, y finalmente determinar y comparar cuales son los principales riesgos de ambas opciones para los inversionistas.

Finalmente, el alcance de esta investigación es cuantitativo, principalmente porque al referirse el trabajo a fondos de inversión y ser la prioridad determinar la rentabilidad de estos, es necesario realizar análisis cuantitativos de las rentabilidades de ambos fondos así como identificar los niveles de riesgos con que puedan estar operando estos.

#### **III.1.2 La Población y Unidad de Análisis de la Investigación.**

Al ser la población total las ocho operadoras de pensiones que actualmente administran pensiones en colones en Costa Rica, no se evidencia la necesidad de detallar la unidad de análisis de la investigación. Lo anterior debido

a que al ser la población total relativamente pequeña, se puede realizar la investigación con la totalidad de la población.

A continuación se enlistan las operadoras de pensiones que manejan operaciones de fondos de pensiones en colones Costa Rica.

- ⇒ BN Vital OPC
- ⇒ Banex- Interfin OPC
- ⇒ Popular OPC
- ⇒ Vida Plena OPC
- ⇒ BAC San José OPC
- ⇒ BCR OPC
- ⇒ INS- Bancrédito OPC
- ⇒ CCSS OPC

### **III.1.3 Instrumentos de Recolección**

Los instrumentos de recolección utilizados para la elaboración de este documento fueron principalmente fuentes primarias emitidas por la Superintendencia de Pensiones, así como resultados del manejo de los fondos de pensiones por las ocho Operadoras de Pensiones y finalmente se obtuvo información de medios de prensa escrita.

### **III.1.4 Alcances y Limitaciones**

El alcance del presente trabajo esta enfocado a comparar la rentabilidad y seguridad de invertir en los fondos de pensiones obligatorios versus los voluntarios creados en colones únicamente.

La investigación comprende el período de Enero del 2002 a Julio del 2005.

En términos de limitaciones durante el desarrollo de la investigación se identificaron:

El monto de comisiones no puede ser calculado debido a que es información que poseen las operadoras y adicionalmente el cálculo de las comisiones se realiza de manera diaria basado en los cambios de los rendimientos diarios.

La distribución de edades de los afiliados a los fondos de pensiones complementarios voluntarios y obligatorios son manejados por el SICERE, órgano adjunto a la CCSS, y la información no esta disponible al público.

Con la salida de capital de los fondos de pensiones por la caída de los rendimientos no se pudo determinar cuanto fue el monto total de pérdida experimentada por los afiliados de los fondos debido a que no se conoce en detalles cuales instrumentos absorbieron la salida de capital de los fondos de pensiones.

### **III.1.5 Sujetos y Fuentes de Información**

Los principales documentos que fueron utilizados para la elaboración del presente documento han sido:

- Ley 7523. Régimen Privado de Pensiones Complementarias. Régimen Privado de Pensiones Complementarias y Reforma de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y del Código de Comercio.
- La Ley de Protección al Trabajador fue publicado en el Diario Oficial La Gaceta, al alcance 11, del 18 de Febrero del 2000.

- Reglamento sobre la Apertura y Funcionamiento de las Entidades Autorizadas y el Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, Capitalización Laboral y Ahorro Voluntario Previstos en la Ley de Protección al Trabajador.
- Reglamento de Inversiones. El reglamento de inversiones es creado a partir de la creación de la Ley 7983.
- Documentos varios publicados por los periódicos El Financiero y La Nación.
- Información estadística publicada en la página de la SUPEN.
- Información estadística del undécimo informe del Estado de la Nación.
- Entrevista realizada al señor Johnny Monge, Gerente Financiero de la SUPEN.

## CAPÍTULO IV

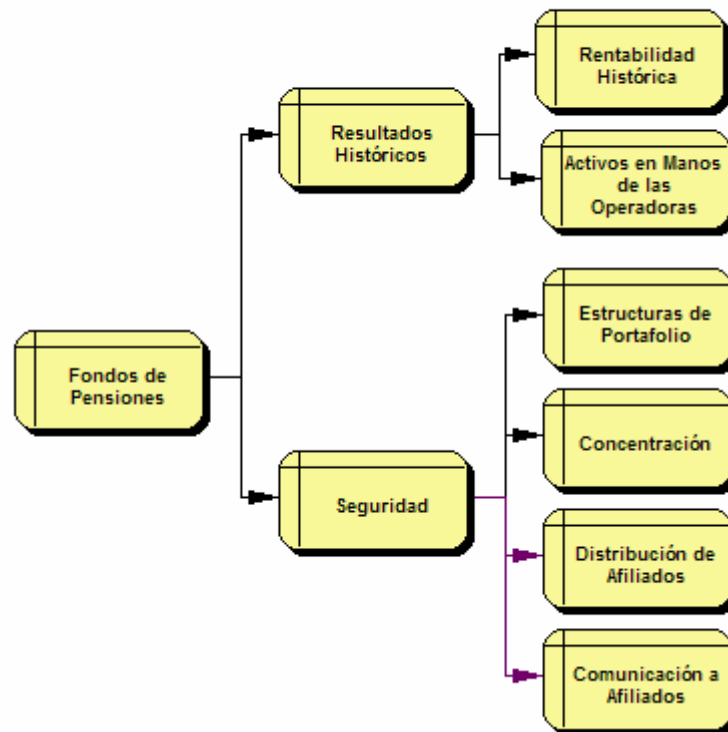
### IV.1.- ANALISIS E INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS

El análisis se encuentra dividido en dos secciones. La primera busca determinar el comportamiento histórico de los fondos de pensiones en colones.

Para efectos del primer análisis sólo se consideran las variables de rentabilidad histórica de los fondos complementarios voluntarios y obligatorios, así como el volumen que manejan ambos fondos.

La segunda variable que se utilizará para análisis son las estructuras de portafolio que manejan las operadoras de pensiones con el objetivo de determinar la seguridad con que cuenta el dinero de los inversionistas.

**Gráfico 1.1**  
**Estructura de Análisis de los Fondos de Pensiones Complementarios**  
**Voluntarios y Obligatorios en Colones**



Fuente: Elaborado por el autor para la presente investigación

## **IV.1.1 Resultados Históricos**

El siguiente apartado busca mostrar cuales han sido los hechos cuantitativos más relevantes de los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios. El período de estudio va de Enero del 2002 a Julio del 2005.

### **IV.1.1.1 Rentabilidad Histórica**

Antes de iniciar el análisis de la rentabilidad histórica es importante aclarar la diferencia existente entre esta y la rentabilidad anual de un fondo de pensión, lo anterior debido a que ambos conceptos son manejados por las operadoras de pensiones hoy en día.

Cuando se hace referencia a una rentabilidad histórica, se está haciendo mención a la rentabilidad con que cuenta el fondo desde su fecha de creación al momento del corte, por lo tanto, una persona que posea dinero en los fondos desde su creación, puede considerar la rentabilidad histórica con la rentabilidad de referencia.

Con respecto a la rentabilidad anual, las operadoras consideran los resultados de los fondos en intervalos de un año plazo.

Para efectos del presente trabajo, se esta utilizando la rentabilidad histórica de los fondos de pensiones con el objetivo de realizar la relación de los resultados de ambos fondos dentro del mayor período de tiempo posible.

El gráfico 1.2 muestra la rentabilidad histórica de los fondos de pensiones complementarios obligatorios en colones versus los voluntarios denominados en la misma moneda. El período de tiempo de estudio fue de Enero del 2002 al Mayo del 2005.



Dentro de la información más relevante como parte del análisis se encuentra:

### **Primer Hecho Relevante**

Entre Agosto y Setiembre del 2002 se da un incremento significativo de la rentabilidad de aproximadamente un uno por ciento (1%), tanto de los fondos de pensiones voluntarios como de los obligatorios.

La razón de este cambio se debe a un ajuste realizado en el mercado financiero, el cual paso de medir las carteras de inversión a precios de mercado con lo cual se eliminó la valoración utilizada a través del método de costo de adquisición.

Lo anterior produjo que los fondos en colones crecieran un uno punto noventa y nueve por ciento (1,99%), de acuerdo con los datos suministrados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), con base en los informes de las sociedades administradoras de los fondos.

Otro hecho relevante a mencionar que sucedió en paralelo con el cambio de la valoración a precios de mercado, fue el incremento en el precio de las acciones de la Florida Ice and Farm, empresa que vendió a mediados de Agosto del 2002 el veinte cinco por ciento (25%) de su principal subsidiaria Florida Bebidas a la empresa Holandesa Heineken.

La operación generó un incremento del diecinueve (19%) por ciento en el precio de las acciones de acuerdo con datos de la SUGEVAL, lo cual ocasionó una ganancia en los fondos de pensiones de ¢54 millones de colones de acuerdo con los datos publicados en la página de la Superintendencia de Pensiones.

### **Segundo Hecho Relevante**

A partir de Junio a Setiembre del 2003 se produjo una ligera alza en los rendimientos de los fondos de pensiones tanto en los voluntarios como en los obligatorios. Este incremento se origina a partir de la escasez de oferta que existía en el mercado, así como la fuerte demanda que había por los Bonos del Gobierno, los cuales tienen muy buena aceptación en el mercado, ya que los costarricenses los perciben como seguros al ser estos emitidos por el Gobierno, de acuerdo con Douglas Montero, analista de mercado.

Entre Junio y Setiembre del 2004 se produce una fuerte disminución de la rentabilidad generada por los fondos de pensiones. Lo anterior se produce a raíz del anuncio de los Estados Unidos de aumentar sus tasas de interés.

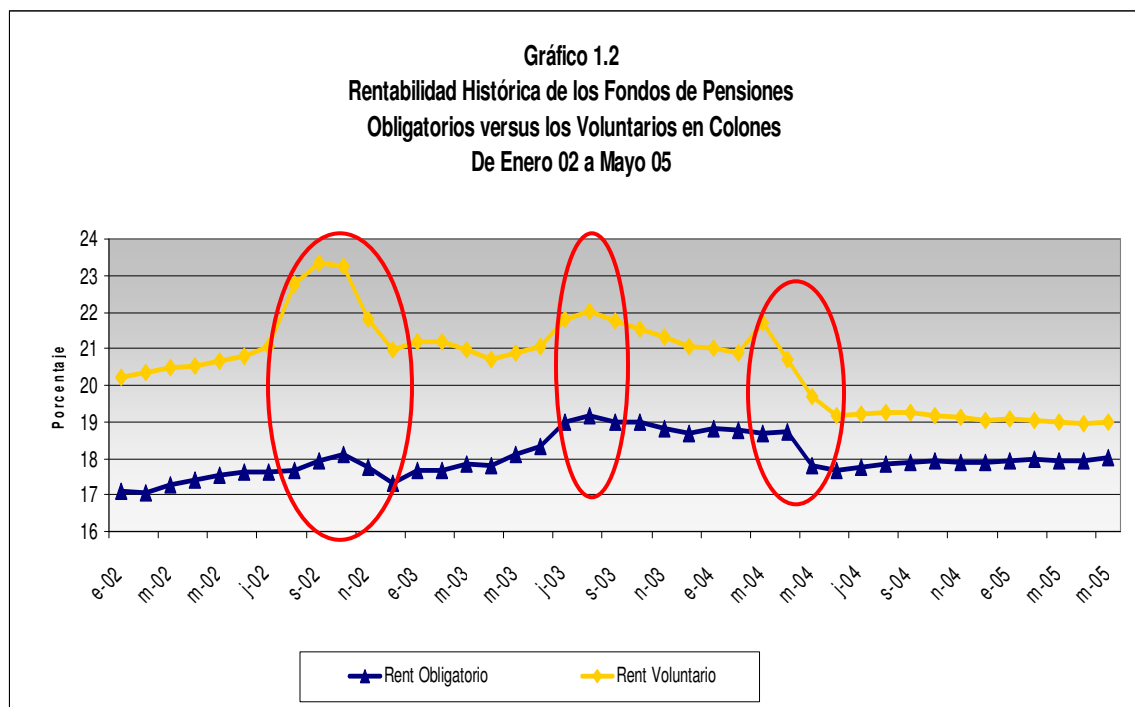
Lo anterior se da como consecuencia de que entre Marzo y Mayo del 2004, se ajustaron los bonos de la deuda soberana, debido a que se determinó que los títulos estaban sobre valorados al compararlos con países con características similares a Costa Rica.

La acción produjo rendimientos negativos que asustaron a los inversionistas, lo que ocasionó un retiro masivo de dinero, esto agravó la situación. El principal retiro de dinero se dio en los fondos de pensiones voluntarios al no existir restricciones de retiro en cuanto al dinero que maneja en este tipo de fondos.

### **Tercer hecho relevante**

El tercer hecho relevante, el cual es el más importante de mencionar, se refiere a la tendencia así como a la brecha a nivel de rendimientos que se ha

presentado entre los fondos de pensiones complementarios voluntarios versus los obligatorios.



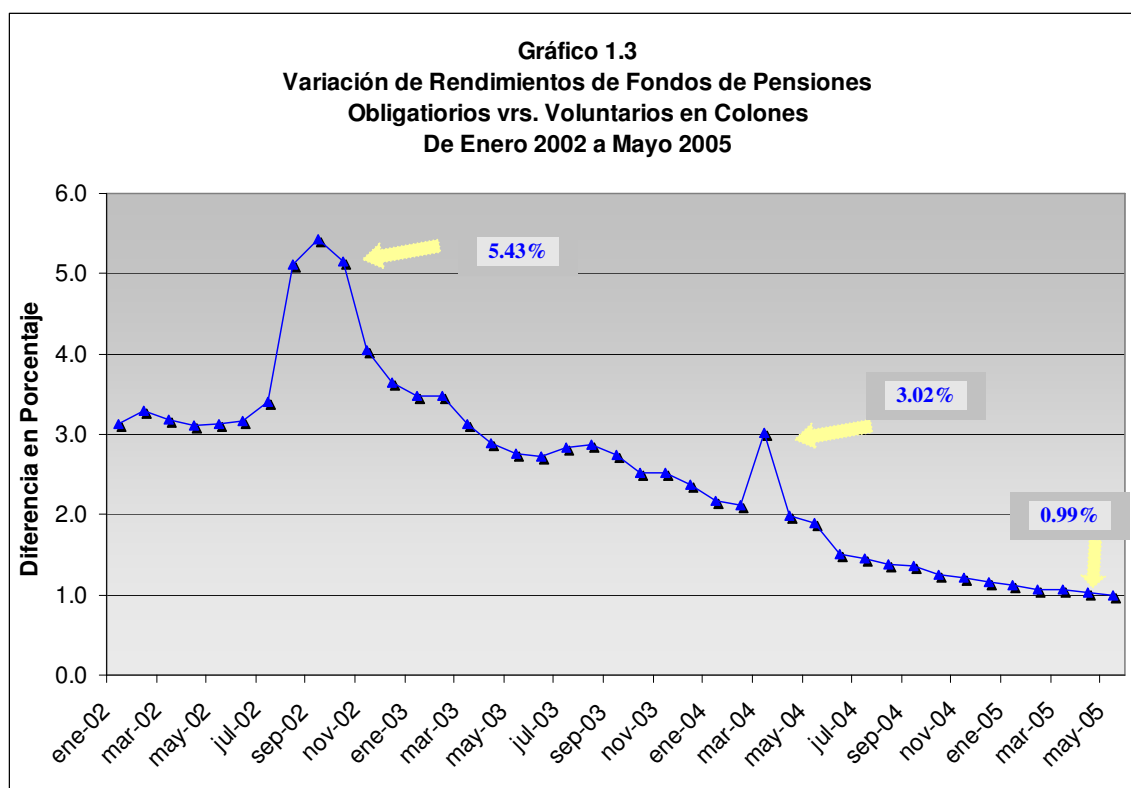
Fuente: Elaborado por el autor a partir de información obtenida de la SUPEN

En el gráfico 1.3 se observa la brecha en cuanto a rendimiento que ha existido entre los fondos de pensiones voluntarios versus los obligatorios en colones. Dentro de los aspectos importantes a recalcar se observan:

Durante el período 2002 se generó una diferencia de rendimientos mayor al cinco por ciento (5%), la que se debió al procedimiento en la valoración al precio de mercado que se explicó anteriormente.

La segunda diferencia más representativa entre ambos fondos se dio en Marzo del 2004 con un tres por ciento (3%); período en el cual se da la caída de los fondos en el país como consecuencia de la sobre valoración de los títulos.

Finalmente, el hallazgo más relevante se da en la tendencia a la disminución desde el 2002 al 2005, en donde los fondos de pensiones voluntarios han ido disminuyendo sus rendimientos, y por otro lado los fondos de pensiones obligatorios los han aumentando, creando una brecha de solo un uno por ciento (1%) a finales de Mayo del 2005.



Fuente: Elaborado por el autor para la investigación a partir de datos de la SUPEN.

Para determinar las razones por las cuales se ha dado esta tendencia, lo primero es verificar cuales operadoras concentran la mayor cantidad de recursos tanto para los fondos voluntarios como para los obligatorios.

A partir del cuadro 1.1 se puede evidenciar que el ochenta (80%) por ciento del total del dinero de los fondos obligatorios es administrados por las operadoras: BN Vital OPC, Banco Popular OPC e Interfin - Banex OPC. Con respecto a las operadoras que manejan los fondos voluntarios el panorama es similar, sin embargo, en este sector las operadoras controlan el noventa por ciento (90%) del total de los recursos.

**Cuadro 1.1**  
**Porcentaje de Activos Administrados por Operadora**  
**Para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones**  
**De Diciembre 2002 a Julio 2005**

<b>Fondos de Pensiones Obligatorio</b>				
<b>Operadora</b>	<b>Dic 02</b>	<b>Dic 03</b>	<b>Dic 04</b>	<b>Jul 05</b>
BN-VITAL OPC	39%	36%	35%	34%
OPC BCO POPULAR Y DE DESARROLLO COMUNAL	32%	29%	29%	29%
INTERFIN-BANEX OPC	11%	12%	12%	12%
Otros (Vida Plena, BAC Pensiones y CCSS OPC)	12%	12%	13%	14%
BCR-PENSIÓN OPC	3%	7%	9%	10%
INS-BANCRÉDITO PENSIONES OPC	3%	2%	2%	2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Fondos de Pensiones Voluntarios</b>				
<b>Operadora</b>	<b>Dic 02</b>	<b>Dic 03</b>	<b>Dic 04</b>	<b>Jul 05</b>
BN-VITAL OPC	43%	42%	28%	29%
INTERFIN-BANEX OPC	30%	28%	41%	33%
OPC DEL BANCO POPULAR Y DE DESARROLLO COMUNAL	14%	17%	16%	24%
INS-BANCRÉDITO PENSIONES OPC	6%	7%	7%	7%
Otros (Vida Plena y BAC Pensiones)	4%	4%	5%	5%
BCR-PENSIÓN OPC	2%	2%	4%	2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaborado del autor a partir de datos obtenidos de la SUPEN.

Adicionalmente observando el cuadro 1.2, se puede evidenciar los cambios que se han dado desde el 2002 a la fecha en el cual el régimen Obligatorio tenía concentrado un alto porcentaje de los recursos a corto plazo, treinta y cinco punto catorce por ciento (35.14%) del total, y tan solo un cuatro punto veintiocho por ciento (4.28%) mayor a un año e inferior a 5 años; mientras que el resto principalmente se encontraba entre 10 y 15 años – cincuenta y seis punto tres por ciento (56.3%).

Esta tendencia ha ido disminuyendo en los últimos años, por lo que en Junio del 2005 se puede observar como la distribución ha cambiado y para la fecha mencionada el sesenta y seis punto noventa y uno por ciento (66.91%) de

los recursos se encuentran invertidos a un plazo menor de 5 años, esta cifra es aproximadamente el doble del dinero que se encontraba invertido en el 2002.

Con respecto al porcentaje invertido entre 10 y 15 años la cifra paso de cincuenta y seis punto tres por ciento (56.3%) a seis punto cincuenta y tres por ciento (6.53%), una diferencia de cincuenta por ciento (50%). El monto ahora se encuentra concentrado al mediano plazo, ya que de 1 a 5 años el porcentaje invertido es de veintiuno punto cincuenta y nueve por ciento (21.59%) y mayor a 5 años e inferior a 10 años un veinticinco punto cero seis por ciento (25.06%).

Verificando la información de los fondos voluntarios la tendencia es similar, sin embargo se puede notar la disminución en la colocación de los recursos al largo plazo y una mayor colocación, treinta y cinco punto cero cuatro por ciento (35.04%), al corto plazo.

**Cuadro 1.2**  
**Plazos de Colocación en Porcentaje de Activos Administrados por Operadora**  
**Para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones**  
**De Diciembre 2002 a Julio 2005**

Régimen	Sep-02	Dic-03	Dic-04	Jul-05
<b>Fondos de Pensiones Obligatorio (en años)</b>				
0 a 0.5	11.16	26.20	17.77	23.88
0.5 a 1	23.98	1.14	8.80	21.44
1 a 5	4.28	29.83	37.28	21.59
5 a 10	4.18	16.81	23.57	25.06
10 a 15	56.3	24.95	11.58	6.53
Más de 15	0.11	1.07	1.00	1.50
<b>Fondos de Pensiones Voluntarios (en años)</b>				
0 a 0.5	5.36	12.64	16.39	19.68
0.5 a 1	3.41	1.89	4.92	15.36
1 a 5	36.57	23.33	28.97	22.15
5 a 10	50.38	34.09	36.04	35.97
10 a 15	3.41	26.67	12.03	5.28
Más de 15	0.87	1.38	1.65	1.56

Fuente: Elaborado del autor a partir de datos obtenidos de la SUPEN.

A partir de los datos anteriores se puede evidenciar como los dineros de los fondos están siendo colocados a un corto y mediano plazo. Esta tendencia se esta presentando tanto en los fondos voluntarios como en los obligatorios, siendo en el caso de los voluntarios una colocación a más corto plazo y en el de los fondos obligatorios, una distribución más equitativa en el corto y mediano plazo.

Esta es la razón primordial por la cual los fondos de pensiones voluntarios han estado disminuyendo los rendimientos del 2002 a la fecha, lo anterior, aunado a la fuerte salida de capital que se experimentó en el segundo semestre del año 2004, son factores de relevancia en cuando al rendimiento que se obtiene actualmente.

Adicional a lo anterior, a partir de la entrevista realizada al señor Johnny Monge, Gerente Financiero de la SUPEN, se pudo identificar que otro factor que ha contribuido a la disminución en los fondos de pensiones voluntarios fue las regulaciones contenidas en la ley 7523, en donde los fondos creados bajo esta ley una vez cumplido los 5 años, los inversionistas están facultados para retirar los dineros a vista, lo anterior a producido que las operadoras se vean forzadas a colocar el dinero a un corto plazo, para solventar las solicitudes de retiro de los inversionistas.

#### **IV.1.1.2 Activos en Manos de las Operadoras**

El gráfico1.4 muestra los activos manejados por las operadoras para los fondos voluntarios así como para los obligatorios.

Es importante mencionar que en los inicios de la Ley, el monto total manejado por las operadoras para las pensiones obligatorias era muy inferior al monto de las pensiones voluntarias. La razón principal de esta brecha entre ambos fondos se debe a que los fondos voluntarios iniciaron a funcionar a partir

del año 1995, mientras que la Ley de Protección al Trabajador, entiéndase fondos obligatorios, inició su vigencia a partir del 2000.

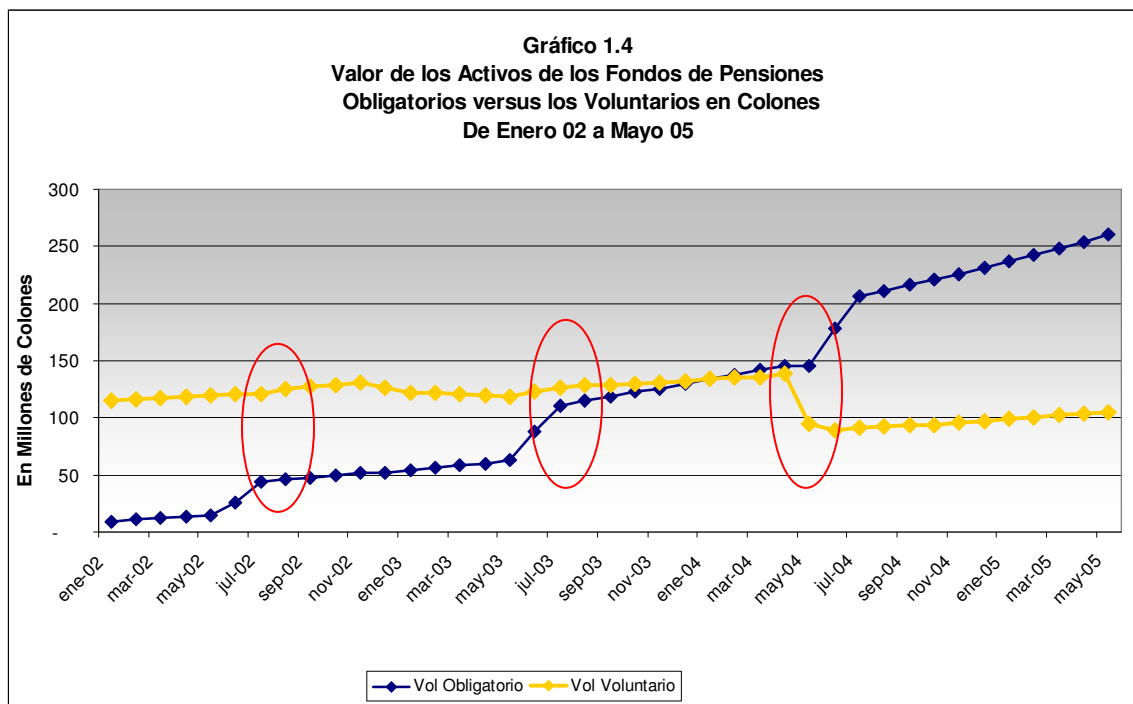
También cabe mencionar los incrementos que han experimentado los fondos de pensiones obligatorios entre Junio y Julio de cada año. Estos aumentos en los fondos obligatorios se debe a la transferencia anual que realiza el Banco Popular a las Operadoras del 1 por ciento establecido en el inciso b) del artículo 5 de la Ley Orgánica del Banco Popular y de Desarrollo Comunal, N° 4351, del 11 de Julio de 1969.

Otro factor que debe resaltarse del gráfico 1.4 corresponde a la fuerte baja observada en los fondos de pensiones voluntarios, para el período de Mayo a Junio del 2004; el cual se originó debido al ajuste de los bonos de la deuda soberana. Este ajuste se realizó debido a que se determinó que los títulos estaban sobre valorados al compararlos con países con características similares a Costa Rica.

La acción produjo rendimientos negativos que asustaron a los inversionistas, lo que ocasionó un retiro masivo de dinero, esto agravó la situación. El principal retiro de dinero se dio en los fondos de pensiones voluntarios, debido a que no contienen las mismas regulaciones que los fondos obligatorios, de ahí que la disminución solo se observé en estos.

Al originarse la salida de dinero en los fondos de pensiones voluntarios se suscitaron dos eventos importantes de mencionar, una de ellas fue la disminución en la participación del BN-Vital, el cual paso de tener una participación de 42 por cien en Diciembre del 2003 a un 28 por cien en Diciembre del 2004; el segundo hecho es la pérdida de confianza de los inversionistas en los fondos de pensiones voluntarios lo que originó que los fondos que estaban colocados en este instrumento pasaran a certificados de inversión de acuerdo con datos de la SUGEF.





Fuente: Elaborado del autor a partir de datos obtenidos de la SUPEN.

## IV.1.2 Seguridad

El siguiente apartado pretende resaltar las principales variables a considerar en el manejo de los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios desde una perspectiva de seguridad, mostrando los principales factores de riesgo con que cuentan actualmente los fondos de pensiones.

### IV.1.2.1 Concentración

El manejo de los fondos de pensiones actualmente se encuentra manejado por ocho operadoras a nivel nacional, de las cuales un porcentaje superior al 80 por cien esta siendo administrado por las siguientes tres operadoras: BN-Vital, Banco Popular OPC e Interfin - Banex OPC.

Sin embargo, es importante recalcar dos aspectos que se han presentado en el manejo de los fondos de pensiones obligatorios, el primero es que un factor que ha permitido un alto porcentaje de la operadora del Banco Popular se debe a que en la Ley 7893, a la operadora le corresponde administrar los fondos de los trabajadores que no escogen una operadora, de esta manera se garantiza un alto porcentaje. A partir de información obtenida por la SUPEN a Diciembre del 2003 el cuarenta y dos por ciento (42%) del mercado de pensiones fue asignado al Banco Popular por afiliación automática.

El segundo aspecto a mencionar es que aún cuando un alto porcentaje de afiliados fue asignado automáticamente al Banco Popular, el salario promedio de los estos afiliados representan un salario mínimo por lo cual la comparación a nivel de aumento en ingreso no es tan significativa.

Con respecto al régimen voluntario la tendencia a la concentración se mantiene, sin embargo es importante evidenciar la fuerte salida de afiliados de BN-Vital a raíz de la crisis de Abril y Mayo de 2004 en donde Interfin-Banex aumentó su participación como consecuencia de esta salida.

La alta concentración de recursos que existen en tres operadoras, producen estructuras oligopolísticas en donde los clientes no cuentan con una variedad de opciones para escoger a la operadora que más beneficios le genere.

Lo anterior aunado a un complejo funcionamiento del producto, genera que las personas no cuenten con amplio conocimiento de las ventajas y desventajas con que cuenta cada operadora.

Se ha producido una desconcentración en el mercado a raíz de la crisis financiera del país en el 2004, lo que redistribuyó las cuotas del mercado.

La legislación ha permitido la concentración al validar la afiliación automática de aquellos trabajadores que no escojan una operadora de pensiones.

Finalmente, de acuerdo con el estudio: Concentración de la Industria de Pensiones en Costa Rica, elaborado por Celia González para la SUPEN en Agosto del 2004, se menciona que de acuerdo con la razón de concentración  $C_m$ , el índice de HERFINDAHL-HIRSCHMAN (HH) y el Índice de Dominancia (ID), instrumentos que permiten determinar el nivel de concentración de las empresas en el mercado, se menciona que Costa Rica posee un alto nivel de concentración.

Por otro lado se realiza un énfasis en los cambios que se han dado recientemente en los fondos de pensiones, como el caso del aumento de participaciones de Interfin – Banex OPC, así como de BCR OPC. También se hace mención a que los índices fueron creados para países desarrollados por lo que al aplicarlo en economías más pequeñas como la costarricense existe un porcentaje de flexibilidad en cuanto a los datos que se obtengan del análisis.

#### **IV.1.2.2 Estructuras de Portafolio**

El cuadro 1.3 muestra el porcentaje de colocación de dinero entre los emisores que concentran mayor participación, es importante resaltar los altos niveles de colocación con que se cuentan tanto los fondos de pensiones voluntarios como los obligatorios en el Sector Público y específicamente en el Ministerio de Hacienda así como en el Banco Central de Costa Rica.

También se puede evidenciar en el cuadro 1.4 como la colocación en el 2002 estaba más enfocada en los títulos del TP Tasa Básica, sin embargo a medida que han pasado los años el porcentaje ha ido disminuyendo y el

instrumento que ha aumentado ha sido los Bonos de Estabilización Monetaria del Banco Central.

Aun cuando la participación de los fondos en el sector público ha disminuido, el porcentaje que se encuentra colocado en el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica a Julio del 2005 representa el más del 70 por cien tanto en los fondos voluntarios como en los obligatorios.

Por otro lado se puede observar que la colocación más relevante a nivel privado representa en promedio un 5 por cien del total del dinero con que manejan las operadoras tanto para los fondos voluntarios como para los obligatorios.

El porcentaje de colocación a nivel privado ha ido aumentando a través de los años, sin embargo, a Julio del 2005 el monto colocado en este sector todavía es mínimo.

Adicionalmente, resulta interesante observar como a partir del año 2005 la Operadora de Pensiones BN-Vital inició la colocación de dinero en el exterior, tanto para los fondos voluntarios como para los obligatorios. El porcentaje total aun resulta simbólico ya que representa un 0.96 por ciento en ambos fondos, sin embargo, esta operadora es pionera en la colocación hacia al exterior ya que es la única que lo ha realizado.

El dinero de esta colocación se encuentra en bancos europeos como el Nederlandse Waterschapsbank. Es importante resaltar que todos los bancos del exterior cuentan con la calificación AAA o AA de Standard and Poor, Moody's Investor Services o Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo.

**Cuadro 1.3**  
**Sectores en Porcentaje de Activos Administrados por Operadora**  
**Para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones**  
**De Diciembre 2002 a Julio 2005**

Sector	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Jul 05
<b>Fondos de Pensiones Voluntarios</b>				
Gobierno, Ministerio de Hacienda	84.13	74.29	58.68	55.41
Banco Central de Costa Rica	2.42	8.54	14.8	20.34
Florida Ice & Farm	3.81	3.93	3.88	3.17
Banco BAC San José	0	1.27	2.78	2.27
<b>Fondos de Pensiones Obligatorios</b>				
Gobierno, Ministerio de Hacienda	79.89	49.12	50.58	44.08
Banco Central de Costa Rica	10.12	29.7	22.63	28.73
Banco Interfin	1.64	2.69	2.86	2.5
Banco BAC San José	0	1.97	2.62	3.17
Florida Ice & Farm	2.2	3.2	2.34	1.86

Fuente: Elaborado del autor a partir de datos obtenidos de la SUPEN.

**Cuadro 1.4**  
**Instrumentos en Porcentaje de Activos Administrados por Operadora**  
**Para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones**  
**De Diciembre 2002 a Julio 2005**

Sector	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Jul 05
<b>Fondos de Pensiones Voluntarios</b>				
T.P Tasa Básica - Publico	74.04	59.58	45.69	39.6
Título de Propiedad Macro título - Publico	3.95	7.23	7.9	13.09
Certificado de Inversión Colones - Privado	0.69	1.54	1.83	1.01
BEM Macro títulos –Publico	2.21	2.88	10.76	13.3
<b>Fondos de Pensiones Obligatorios</b>				
T.P. Tasa Básica - Publico	54.24	30.13	26.38	21.51
BEM Macro títulos – Publico	0.02	13.04	18.21	15.05
BEM Cero Cupón Macro títulos -Publico	10.09	16.65	3.86	12.97
Certificado de Inversión Colones - Privado	0.07	1.62	1.81	1.27
Título de Propiedad Macro título - Publico	0.63	8.74	16.48	18.89

Fuente: Elaborado del autor a partir de datos obtenidos de la SUPEN.

En cuanto a las políticas de diversificación que han manejado las operadoras de pensiones desde el 2002 a la fecha, se puede evidenciar las Operadoras buscan invertir el máximo posible en instrumentos del Estado, ya que de acuerdo con el Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas,

las operadoras tienen un tope máximo para invertir el dinero de los fondos en instrumentos del gobierno de acuerdo al siguiente porcentaje:

**Cuadro 1.5**  
**Porcentaje Autorizado para Colocar en Instrumentos de Gobierno**  
**Para los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios en Colones**  
**Del 2003 al 2015**

<i>Año</i>	<i>Fondos Obligatorios</i>	<i>Fondos Voluntarios</i>
<b>2003</b>	80%	84%
<b>2004</b>	75%	82%
<b>2005</b>	70%	80%
<b>2006</b>	65%	78%
<b>2015</b>	50%	60%

Fuente: Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas, Febrero 2003.

Si se compara el porcentaje invertido versus el máximo autorizado, se puede evidenciar que las Operadoras se encuentran cumpliendo esta directriz prácticamente al límite establecido.

#### **IV.1.2.3 Distribución de Afiliados al 2004**

Con el objetivo de determinar la distribución de la población activa del país se intentó obtener la distribución de edades de las personas que actualmente cuentan con una pensión obligatoria y voluntaria, sin embargo, la información no está disponible al público.

Por lo anterior, con el fin de tener una perspectiva de cómo está distribuida la población activa, se tomó la información del undécimo informe del Estado de la Nación, con el fin de extrapolar los datos buscando relacionar las edades con las estructuras de portafolio de los fondos de pensiones actuales.

A partir de la información obtenida del undécimo informe del Estado de la Nación se puede obtener la población ocupada con que contó el país en el año

2004, en total existan en Costa Rica 1,653,879 personas ocupadas de una población total de 4,248,481 personas.

De total de personas ocupadas el sesenta y cinco por ciento (65%) es el porcentaje de hombres, mientras que la diferencia, es decir, un treinta y cinco por ciento (35%), pertenece a las mujeres ocupadas.

Verificando la distribución de la población ocupada que un dieciséis por ciento (16%) se encuentra cerca de estar elegible para aplicar para una pensión. Por otro lado, el cincuenta por ciento (50%) del total de la población ocupada cuenta entre 30 y 49 años de edad por lo cual, este segmento estaría optando por una pensión en los próximos 10 años, finalmente un treinta y cinco por ciento (35%) de la población en estudio se encuentra desarrollando su carrera laboral en el país, por lo que optarían por una pensión complementaria en los próximos 35 años aproximadamente.

Como parte de la revisión del compartimiento de la población también se evidenció que el crecimiento de la población en edades mayores a 25 años no guarda relación con las tendencias de crecimiento de los grupos menores a esta edad. El supuesto asumido como parte de la investigación es que los valores deben verse influenciados por la inmigración que sufre el país.

#### **IV.1.2.4 Comunicación a Afiliados a través de los Estados de Cuenta**

A partir de los hallazgos identificados en la presente investigación, es importante verificar la información con que cuenta el afiliado en relación con el manejo que se realiza de los dineros en los mercados de valores. El nivel de información con que cuente el afiliado va a permitir una mejor comprensión de los fondos, lo cual puede evitar las corridas de 2004, que impactó negativamente los fondos de pensiones voluntarios así como la percepción que tienen los costarricenses en relación con el manejo de los ahorros.

La normativa SP-A-027 establecida por la Superintendencia de Pensiones en el 2003, da las directrices mínimas que deben contener los estados de cuenta para una adecuada comunicación a los afiliados.

A continuación se mencionan los hallazgos más significativos que presentan los estados de cuenta de las tres operadoras que manejaban el 75 por ciento del mercado costarricense a Julio del 2005 de acuerdo con cuadro 1.1.

La identificación es realizada comparando visualmente los formatos de las Operadoras BN Vital OPC, Popular Pensiones OPC e Interfin Banex Pensiones OPC contra la normativa SP-A-027 de la SUPEN.

**BN Vital OPC –Anexo 1:**

- La información contenida en el estado de cuenta se encuentra acorde con las directrices emitidas por la SUPEN.
- El estado de cuenta va acompañado de una carta informativa en donde se especifican los conceptos más relevantes con que cuenta el estado de cuenta.
- El documento posee líneas múltiples en donde se mencionan los aportes y las comisiones que se le esta aplicando a los saldos que posee el afiliado. Esta información no es clara, lo cual puede confundir ya que existen líneas con información idéntica.
- No se especifica la moneda en la cual se están presentando los valores.

**Popular Pensiones OPC – Anexo 2:**

- El estado de cuenta cumple las directrices emitidas por la Superintendencia de Pensiones.



- No se hace referencia si el documento maneja un fondo de pensión obligatorio o voluntario.
- El estado de cuenta no tiene la separación entre los aportes por el Régimen Obligatorio de Pensiones –ROP- y el Fondo de Capitalización Laboral -FCL-.
- El documento no posee una explicación de los términos que maneja el estado de cuenta.

### **Interfin Banex Pensiones OPC – Anexo 3:**

- El documento cumple las normativas establecidas por la SUPEN.
- El documento no posee la dirección del afiliado.
- El estado de cuenta posee información útil para el afiliado como es la estructura de inversiones con que cuentan.
- El estado de cuenta va acompañado de una carta informativa en donde se especifican los conceptos más relevantes con que cuenta el estado de cuenta.

Con el objetivo de resumir los datos obtenidos de la comparación realizada de los estados de cuenta, se puede mencionar que en general las tres operadoras analizadas cumplen con los requerimientos mínimos establecidos por la SUPEN.

Adicionalmente se puede evidenciar que todos los estados de cuenta no son de fácil comprensión para los afiliados, ya que poseen mucha terminología financiera, la cual no es de uso frecuente para toda la población.

En relación con los datos que muestra el estado de cuenta, resulta complicado para una persona que no posea conocimientos financieros realizar el cálculo por si mismo, con el fin de verificar la información suministrada por las operadoras.

A partir de la información contenida en la página de la SUPEN a continuación se enlistan los pasos que deben seguirse con el fin de realizar la verificación del estado de cuenta de los fondos de pensiones:

- Tomar la información de los aportes y verificar si estos coinciden con lo indicado en la orden patronal.
- En el estado de cuenta se indica el valor cuota al corte, con esta información se puede calcular el rendimiento de los recursos pero mensual,
- Para realizar el cálculo anual o histórico, se necesitan los valores cuota del mismo mes en el año anterior y aplicar la misma metodología de SUPEN,
- El rendimiento del estado de cuenta se revisa contra el rendimiento que envía la OPC al SUPEN y que aparece publicado en la página de esta.
- En el caso de la comisión, el cálculo resulta más complicado, ya que la OPC cobra la comisión sobre los rendimientos, pero su cálculo tiene algunas complicaciones debido a que por efectos de valoración, hay días en los cuales se presentan rendimientos negativos, los cuales deben ser registrados temporalmente hasta que se presenten positivos y se ajusta contra el rendimiento. Si se desea verificar el monto de la comisión, solamente toma el dato de rendimiento en monto y lo multiplica por el porcentaje de comisión.

## **CAPÍTULO V**

### **V.1 CONCLUSION Y RECOMENDACIONES**

#### **V.1.1 Conclusiones**

A partir de los datos recopilados se puede concluir que existen muchas similitudes entre los fondos de pensiones voluntarios y los fondos de pensiones obligatorios.

Dentro de las principales relaciones con que cuentan ambos fondos se pueden mencionar que el mayor porcentaje de colocación se encuentra en instrumentos del sector público, específicamente en el Ministerio de Hacienda y en el Banco de Costa Rica.

Adicionalmente, ambos fondos tienen colocado el dinero en un porcentaje cercano al 100% en el mercado nacional, la única excepción es la Operadora BN-Vital OPC, la cual cuenta un porcentaje de 0.96 por cien en emisores extranjeros tanto para el fondo voluntario como para el obligatorio.

Otra conclusión que se obtuvo a partir del presente análisis es que a medida que se ha desarrollado el mercado de pensiones en Costa Rica, los porcentajes de colocación así como los plazos han mostrado una semejanza en ambos fondos.

A partir de lo anterior es importante resaltar el hecho de que la brecha entre rendimientos de ambos fondos haya tendido a disminuir desde el 2002 a la fecha, principalmente ocasionado por una distribución de fondos en plazos e instrumentos similares.

En relación con los resultados que han mostrado los fondos de pensiones obligatorios en los últimos años se puede concluir que se ha mejorado la rentabilidad, a partir de una mejor distribución de plazos del capital. También otro factor que ha incidido en el mejoramiento de la rentabilidad ha sido el incremento de activos con que cuenta el fondo de pensiones obligatorio.

Se evidenció que las operadoras tanto a nivel obligatorio como voluntario no cuentan un amplia distribución de los fondos, debido a que más del 50 por cien del capital en ambos fondos se encuentra colocado en instrumentos del Gobierno, de ahí que cuando se realizara la valoración de títulos del Gobierno en el 2004, se experimentara una fuerte caída en los rendimientos de los fondos.

Con los resultados mostrados en los últimos años no se espera un cambio significativo en los rendimientos de los fondos de pensiones en los próximos años.

Otra conclusión que se obtuvo, es que el mercado de pensiones de Costa Rica aún cuando cuenta con ocho operadoras de pensiones, el mercado se encuentra manejado en un 80 por cien por las operadoras BN-Vital OPC, OPC del Banco Popular y de Desarrollo Comunal e Interfin – Banex OPC; tanto para los fondos voluntarios como los obligatorios.

El país cuenta con una alta concentración de acuerdo con la razón de concentración  $C_m$ , el índice de HERFINDAHL-HIRSCHMAN (HH) y el Índice de Dominancia (ID). Algo que es aceptable a partir del hecho que los índices anteriores fueron desarrollados para economías desarrolladas, por lo que al aplicar estos índices a países como Costa Rica existe un margen de tolerancia.

Adicionalmente se puede resaltar que existe mucha incertidumbre en el ambiente nacional, en relación con los usos que se le pueden dar a los dineros

de los fondos de pensiones. Lo anterior debido a que en los últimos años los fondos cuentan con mucho capital, el cual no está siendo invertido de la mejor manera, de ahí que existan propuestas a nivel nacional para impulsar el desarrollo de viviendas y de infraestructura nacional con los recursos con que cuentan los fondos de pensiones.

Otra conclusión que se obtuvo es que la rentabilidad histórica es superior en los fondos de pensiones voluntarios, sin embargo, este instrumento se vio fuertemente impactado por la salida de recursos en el 2004 después de la caída de rendimientos en los títulos de deuda soberana del país.

Lo anterior también evidenció la falta de comunicación con que cuentan los inversionistas por parte de las operadoras con respecto al dinero que tienen invertido en los fondos. Principalmente, por que la pérdida experimentada fue para un período y no para la rentabilidad histórica del fondo, pero al retirar el capital del fondo, la pérdida se materializó.

También se concluyó que la Superintendencia de Pensiones cuenta con información valiosa para el inversionista, sin embargo, esta información no es ampliamente difundida entre los ciudadanos con el fin de conocer los rendimientos, las estructuras de portafolio, comunicados y demás información útil que puede servir para una mayor educación del inversionista en cuanto al funcionamiento de los fondos de pensiones en Costa Rica.

Finalmente se puede evidenciar que el estado de cuenta mensual que se envía a los afiliados de los fondos de pensiones posee información valiosa, sin embargo, para poder tener un claro entendimiento de los datos mostrados se requiere un conocimiento medio en cuanto al cálculo de rendimientos.

Adicionalmente se evidencia que con los datos mostrados en el estado de cuenta no se puede validar toda la información que este contiene.

### **V.1.2 Recomendaciones**

La Superintendencia de Pensiones, debe buscar mecanismos para que comuniquen los cambios más relevantes en cuanto a pensiones a la población costarricense.

Dentro las opciones que pueden ser consideradas se encuentran:

- A través de los patronos como parte de la información de la orden patronal.
- Realizando charlas abiertas al público.
- Incluyendo pautas publicitarias en medios de comunicación.
- Realizando centros de información en los centros de educación superior o en lugares de alta concurrencia de personas como en los centros urbanos.

El Ministerio de Educación debe promover una mejor educación en el sistema educativo costarricense desde edades tempranas en donde las personas tengan un mejor conocimiento acerca de los instrumentos financieros con que cuenta el mercado.

Adicionalmente el Ministerio de Educación también debe promover una mayor cultura al ahorro empezando desde los primeros años de educación de las personas, esto con el fin de lograr un mejor uso del dinero en el corto y largo plazo.

Se deben establecer mecanismos adicionales a la ley 43 de la 7893 para que las operadoras comuniquen de manera más clara los estados de cuenta de los inversionistas, lo anterior con el fin de asegurar que el afiliado conozca y

entienda detalladamente todos los datos con que cuenta el estado de cuenta así como el procedimiento que llevo a los resultados de este.

Debido al incremento de los fondos de pensiones tanto en el régimen obligatorio como en el régimen voluntario, es común ver propuesta a nivel legislativo en donde se analizan opciones para utilizar el dinero de estos fondos en obras de vivienda social o infraestructura para la mejora del país.

Debido a lo anterior se debe prestar mucha vigilancia a los dineros que son manejados por las operadoras con el objetivo de asegurar que los distintos mecanismos de inversión existentes o los nuevos que se habiliten no permitan áreas vulnerables en donde personas inescrupulosas puedan tomar los dineros para su propio beneficio.

A partir de las conclusiones del presente trabajo, se evidencian áreas que pueden ser consideradas como futuros temas de tesis, el primero es validar la percepción así como los fundamentos con que cuenta el mercado de inversionista con respecto a invertir dinero en instrumentos del Gobierno

Un segundo tema que puede extraerse de la presente investigación es validar cuales metodologías adicionales pueden utilizarse con el fin de determinar los niveles de concentración con que cuentan las operadoras de pensiones en el país.

## **Bibliografía**

### **Bibliografía de Libros**

- Gómez Miguel (2003). Elementos de Estadística Descriptiva. Editorial UNED. Costa Rica.
- M. Gregory Mankiw. (2002). Principios de Economía. Editorial Thomson. México.
- Alexander, Sharpe y Balley. (2003). Inversiones. Prentice Hall. Mexico.

### **Bibliografía de Leyes**

- Ley Orgánica del Banco Popular y de Desarrollo Comunal, N° 4351, (1969).
- La Ley del Mercado de Valores N° 7732. (1998)
- Ley de Protección al Trabajador, N° 7893. (2000).

### **Bibliografía de Reglamentos**

- Reglamento de Inversiones de la Entidades Autorizadas. (2003).
- Reglamento sobre la Apertura y Funcionamiento de las Entidades Autorizadas y el Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, Capitalización Laboral y Ahorro Voluntario Previstos en la Ley de Protección al Trabajador. SUPEN (2004).

### **Bibliografía de Artículos**

- González C. (Agosto, 2004) Concentración de la Industria de Pensiones en Costa Rica. DI-2004-01. SUPEN



- Memorando SP-A-008 Cálculo de la Rentabilidad. SUPEN. (2002).
- Memorando SP- A- 027 Formato de Estados de Cuenta a Afiliados SUPEN (2003).

### **Bibliografía de Internet**

- Estado de la Nación. Undécimo Informe Estado de la Nación 2004.  
Recuperado el 10 de Octubre de 2005, de:  
<http://www.estadonacion.or.cr/Info2005/Paginas/indice.html#inicio>
- Lestón, P. La Nación Digital. (1997). *Economía. Lenta Acogida a Planes de pensión*. Recuperado el 07 de Mayo de 2005, de:  
[http://www.nacion.com/ln\\_ee/1997/septiembre/29/economia1.html](http://www.nacion.com/ln_ee/1997/septiembre/29/economia1.html)
- Montero, D.. La Nación Digital. (2003). *Precio de bonos ticos sigue al alza*. Recuperado el 10 de Marzo de 2005, de:  
[http://www.nacion.com/ln\\_ee/2003/octubre/07/economia7.html](http://www.nacion.com/ln_ee/2003/octubre/07/economia7.html)
- Superintendencia de Pensiones (2005) Estadísticas Mensuales.  
Recuperado el 20 Julio de 2005, de:  
[http://www.supen.fi.cr/aplicaciones/Estadisticas\\_Nueva.nsf/1-1Operadoras?OpenPage&Start=1&Count=500&Expand=1](http://www.supen.fi.cr/aplicaciones/Estadisticas_Nueva.nsf/1-1Operadoras?OpenPage&Start=1&Count=500&Expand=1)
- Superintendencia de Pensiones (2005) Estructuras de Portafolio.  
Recuperado el 20 Julio de 2005, de:  
[http://www.supen.fi.cr/aplicaciones/Estadisticas\\_Nueva.nsf/1-1Operadoras?OpenPage&Start=1&Count=500&Expand=3](http://www.supen.fi.cr/aplicaciones/Estadisticas_Nueva.nsf/1-1Operadoras?OpenPage&Start=1&Count=500&Expand=3)

### **Entrevistas**

- Johnny Monge, Gerente Financiero de la SUPEN. Noviembre 2005.

# **ANEXOS**

**Anexo 1**  
Estado de Cuenta de BN Vital OPC



**ESTADO DE CUENTA**  
REGIMEN VOLUNTARIO DE PENSIONES EN COLONES Y DOLARES

Periodo 01-10-2005 Al 31-10-2005

Nombre \_\_\_\_\_  
Dirección \_\_\_\_\_

No. Ident. \_\_\_\_\_  
Número(s) Cuenta(s) \_\_\_\_\_  
COLONES : \_\_\_\_\_

	PLAN EN COLONES	PLAN EN DOLARES
<b>Saldo Segun Ultimo Estado de Cuenta</b>	404,841.02	0.00
Tipo de Saldo Afiliado: Saldo Inicial	402,888.41	0.00
<b>Aportes</b>		
Fecha Movimiento		
<b>Total de Aportes</b>	0.00	0.00
<b>Traslados y Retros</b>		
Fecha Movimiento		
<b>Total de Traslados y Retros</b>	0.00	0.00
<b>Comisiones Sobre Rendimientos</b>		
Fecha Movimiento		
31/10/2005 Comisión por administración de	-521.17	
<b>Total de Comisiones Sobre Rendimientos</b>	-521.17	0.00
<b>Rendimientos del Periodo</b>		
Fecha Movimiento		
31/10/2005 Rendimientos	5,211.54	
<b>Total de Rendimientos del Periodo</b>	5,211.54	
Tipo de Saldo Afiliado: Saldo Final	414,887.08	0.00
<b>Tipo de Saldo Extraordinario: Saldo Inicial</b>	84,955.22	0.00
<b>Aportes</b>		
Fecha Movimiento		
<b>Total de Aportes</b>	0.00	0.00
<b>Traslados y Retros</b>		
Fecha Movimiento		
<b>Total de Traslados y Retros</b>	0.00	0.00
<b>Comisiones Sobre Rendimientos</b>		
Fecha Movimiento		
31/10/2005 Comisión por administración de	-110.07	
<b>Total de Comisiones Sobre Rendimientos</b>	-110.07	0.00



**ESTADO DE CUENTA**  
REGIMEN VOLUNTARIO DE PENSIONES EN COLONES Y DOLARES

Periodo 01-10-2005 Al 31-10-2005

Nombre  
Direccion

No. Ident.  
**COLONES**  
-

	PLAN EN COLONES	PLAN EN DOLARES
<b>Rendimientos del Periodo</b>		
Fecha Movimiento		
31/10/2005 Rendimientos	1,100.96	
<b>Total de Rendimientos del Periodo</b>	1,100.96	
<b>Tipo de Saldo Extraordinario: Saldo Final</b>	33,946.11	0.00
<b>Saldo Final Estado de Cuenta</b>	300,612.19	
<b>Informacion Final</b>		
Fecha Primer Aporte al Regimen	31/05/1999	
Numero de Cuotas al 31/10/2005	125,949,057.651	0.00000000
Valor Cuota al 31/10/2005	2,662,2371.38692	49.033782440
Rentabilidad Anual Historica al 31/10/2005	15.37	0.37
Rentabilidad Nominal Anual al 31/10/2005	15.36	0.36
Porcentaje de Comision:		
Sobre Rendimientos	10.00	10.00
<b>Notas Importantes :</b>		
<p>EL ARTICULO 71 DE LA LEY 7992 ESTABLECE QUE LOS APORTES AL REGIMEN VOLUNTARIO DE PENSIONES COMPLEMENTARIAS SE ARAN EN EL PAGO DE LAS CARGAS SOCIALES Y LOS IMPUESTOS SOBRE LA PLANTA, EVITANDO QUE NO PODA SUPERAR EL OCHO POR CIENTO (08%) DEL INGRESO BRUTO MENSUAL DEL TRABAJADOR EN EL CASO DEL TRABAJO DEPENDIENTE O EL DIEZ POR CIENTO (10%) DEL INGRESO BRUTO ANUAL DE LAS PERSONAS FISICAS CON ACTIVIDADES LUCRATIVAS EN EL CASO QUE USTED ESTE INTERESADO EN QUE LA CAJA COSTARRICENSE DEL SEGURO SOCIAL LE APLIQUE LA EXENCION CITADA Y CON EL FIN DE QUE SU INSTITUCION PUEDA HACER RESPECTIVAS ASESORIAS LE SOLICITAMOS QUE ASILO COMENTAR Y ASU VEZ AUTORIZAR A LA OPERADORA PARA SUMINISTRAR LA INFORMACION NECESARIA AL SOBRE CON EL FIN DE QUE PROCEDA A REALIZAR LA APLICACION CORRESPONDIENTE.</p>		

**Anexo 2**  
Estado de Cuenta de Banco Popular OPC





OPERADORA DE PENSIONES COMPLEMENTARIAS DEL BANCO POPULAR Y DE DESARROLLO COMUNAL S.A.

Estado de Cuenta Período del 01/10/2005 al 31/10/2005

Cédula:		Teléfono	
Dirección		Número Contrato	
"SIN DESCRIPCIÓN" "SIN DESCRIPCIÓN"		Fecha Emisión 01/05/2001	
Saldo según último Estado de Cuenta		EMPRESA AFILIADA AL FONDO	
		193,255.93	
<b>APORTES</b>			
Fecha	Concepto		
02/10/2005	APORTE DIST. BENEFICIARIOS	14.70	0.00
<b>TOTAL DE APORTES</b>		14.70	0.00
<b>RENDIMIENTO DEL PERÍODO</b>			
Fecha	Concepto		
31/10/2005	RENDIMIENTOS BRUTOS	2,077.37	0.00
<b>TOTAL DE RENDIMIENTO DEL PERÍODO</b>		2,077.37	0.00
<b>COMISIONES SOBRE RENDIMIENTOS</b>			
Fecha	Concepto		
31/10/2005	COMISIÓN SOBRE RENDIMIENTOS	-166.78	0.00
<b>TOTAL DE COMISIONES SOBRE RENDIMIENTOS</b>		-166.78	0.00
<b>Saldo Actual</b>		171,176.32	
B-Mail:		0306/2003	
Fecha del Primer Aporte:		01/05/2001	
Número de Cuotas:		81,026,42617	
Valor Cuota:		2,071,676,97812	
Rentabilidad Nominal Anual del Fondo:		18.05%	0.00%
Rentabilidad Anual Histórico del Fondo:		18.02%	0.00%
Porcentaje de Comisión Sobre Rendimientos:		8.00%	
Porcentaje de Comisión sobre Aportes:		2.50%	

Nota 1: El valor cuota bruto es una unidad de medida utilizada para distribuir los rendimientos de cada una de las cuotas de los afiliados y obtener su valor a una fecha determinada. Se le llama valor cuota bruto dado que se calcula antes de realizar el pago de la comisión por administración. El valor cuota bruto se obtiene al dividir el activo neto (valor del fondo) entre la cantidad de cuotas del FONDO, según dispone el artículo 1 del Reglamento sobre la Apertura y Funcionamiento de los entes autorizados y el funcionamiento de los Fondos de Pensiones, Capitalización Laboral y Ahorro Voluntario.

Nota 2: La rentabilidad del Fondo es la tasa que muestra los rendimientos que en promedio han ganado los recursos administrados por el Fondo en período dado. Se obtiene por la relación del Valor Cuota Bruto ya citado, según se indica en el Anexo 1 del Reglamento referido en nota anterior.



### **Anexo 3**

Estado de Cuenta de Interfin Banex Pensiones OPC

## ESTADO DE CUENTA

### RÉGIMEN OBLIGATORIO DE PENSIONES COMPLEMENTARIAS Y FONDO DE CAPITALIZACIÓN LABORAL

PERIODO COMPRENDIDO DEL: 01/08/2005 AL 31/08/2005

NOMBRE:

CÉDULA DE IDENTIDAD:

MONEDA: COLONES

Con agrado le comunicamos la inauguración del servicio IBP Consultas. Con sólo marcar el 284 96 00, esté donde esté, a la hora que sea, podrá consultar sobre sus planes de pensiones.  
Con este esfuerzo consolidamos nuestro liderazgo en servicio y tecnología, así como la excelencia que usted requiere.

	ROP	FCL
cuenta no. <input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
<b>SALDO SEGÚN ÚLTIMO ESTADO DE CUENTA:</b>	<b>2,741,976.70</b>	<b>1,350,446.57</b>

APORTES	MOVIMIENTO	PATRONO	ROP	FCL
FECHA				
24/08/2005	APORTE	BANCO INTERFIN SOCIEDAD ANONIMA	33,905.00	61,799.00
<b>TOTAL DE APORTES</b>			<b>33,905.00</b>	<b>61,799.00</b>
TRASLADOS Y RETIROS	MOVIMIENTO	PATRONO	ROP	FCL
FECHA				
<b>TOTAL DE TRASLADOS Y RETIROS</b>			<b>.00</b>	<b>.00</b>
RENDIMIENTOS	MOVIMIENTO		ROP	FCL
FECHA				
31/08/2005			38,475.79	17,834.22
<b>TOTAL DE RENDIMIENTO</b>			<b>38,475.79</b>	<b>17,834.22</b>
COMISION SOBRE RENDIMIENTOS DEL PERIODO	MOVIMIENTO		ROP	FCL
FECHA				
31/08/2005			-3,078.08	-1,426.73
<b>TOTAL DE COMISION SOBRE RENDIMIENTOS</b>			<b>-3,078.08</b>	<b>-1,426.73</b>
COMISION SOBRE APORTES DEL PERIODO	MOVIMIENTO	PATRONO	ROP	FCL
FECHA				
08/2005		BANCO INTERFIN SOCIEDAD ANONIMA	-1,356.20	-2,471.96
<b>TOTAL DE COMISION SOBRE APORTES</b>			<b>-1,356.20</b>	<b>-2,471.96</b>
<b>SALDO FINAL</b>			<b>2,809,923.20</b>	<b>1,426,181.11</b>
PORCENTAJE DE COMISION SOBRE RENDIMIENTOS			8.00	8.00
PORCENTAJE DE COMISION SOBRE APORTES			4.00	4.00
FECHA PRIMER APOSITE AL REGIMEN			03/01/2002	24/05/2001
CUOTAS AL FINAL DEL PERIODO			1,354.639092318	690.109413341
VALOR CUOTA AL FINAL DEL PERIODO			2,074.296556107	2,066.601440310
RENTABILIDAD HISTORICA DEL FONDO (anualizada)			18.44	18.39
RENTABILIDAD ULTIMOS DOCE MESES (anualizada)			19.05	19.10

Como parte de la información permanente que le ofrece IBP, le hacemos llegar la composición de nuestras carteras obligatorias.

Régimen obligatorio de pensiones complementarias Composición de cartera por sector (4 Julio 2005)		
Sector	Porcentaje	
	ROP	FCL
Ministerio de Hacienda y BCCR	73%	72%
Sector privado	16%	17%
Sector público financiero	8%	8%
Sector público no financiero	3%	4%

**Anexo 4**  
SP-A-008 Cálculo de Rentabilidad



*Javier Cascante*  
**Superintendente**

*SP-A-008*  
20 de diciembre del 2002

Señor  
*Gerente OPC*

Estimada señora:

Mediante oficio SP-1985-2002, del 15 de noviembre pasado, esta Superintendencia sometió a consulta del medio "*Disposiciones Generales Acerca del Cálculo de La Rentabilidad de los Fondos Administrados por las Operadoras de Pensiones Complementarias y el Uso de esta Información en la Publicidad*". Una vez analizadas las observaciones recibidas se les comunica la versión definitiva de estas disposiciones, las cuales entrarán en vigencia con la publicación de la información correspondiente al mes de diciembre.

Con respecto a las observaciones hechas al borrador propuesto, es importante señalar lo siguiente:

- ✓ Lo correspondiente a la información de rentabilidad de los estados financieros será normada por acuerdo de la Superintendencia vía circular próximamente.
- ✓ La rentabilidad que se utilizará para publicidad, y que mensualmente publicará la SUPEN, es la rentabilidad anual y la histórica, según se establece en las disposiciones adjuntas, por lo que en la publicidad no se utilizaría la rentabilidad en términos reales.
- ✓ Las fórmulas establecidas para publicidad buscan que el afiliado analice la tendencia del rendimiento de su fondo en el mediano y largo plazo y no observaciones puntuales de periodos muy cortos.

Cordialmente,

SP-A-008

**DISPOSICIONES GENERALES ACERCA DEL CÁLCULO DE LA RENTABILIDAD DE  
LOS FONDOS ADMINISTRADOS POR LAS OPERADORAS DE PENSIONES  
COMPLEMENTARIAS Y EL USO DE ESTA INFORMACIÓN EN LA PUBLICIDAD**

**EL SUPERINTENDENTE DE PENSIONES**

**CONSIDERANDO QUE:**

**Primero:** Las operadoras y las organizaciones sociales autorizadas, según lo dispuesto en el artículo 42, inciso 1), de la Ley 7983, cuando realicen publicidad deberán hacerlo con información veraz, que no induzca a equívocos ni confusiones, según las normas que para el efecto expida la Superintendencia de Pensiones.

**Segundo:** Los incisos c) y d) de la citada norma establecen a las entidades autorizadas la obligación de calcular el valor del fondo acumulado y su rentabilidad según lo dispuesto reglamentariamente, así como la emisión y entrega de los estados de cuenta a los afiliados.

**Tercero:** Los incisos s) y v), del artículo 38 de la Ley 7523, del Régimen Privado de Pensiones Complementarias y sus reformas establecen como atribuciones del Superintendente de Pensiones vigilar porque toda publicidad de las actividades del ente supervisado, de los fondos que administra y los planes que ofrece, esté dirigida a proporcionar información que no induzca a equívocos ni confusiones. Además, el superintendente deberá suministrar al público la más amplia información sobre los entes supervisados y la situación del sector.

**Cuarto:** El artículo 60 del “Reglamento sobre la Apertura y Funcionamiento de las Entidades Autorizadas y el Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, Capitalización Laboral y Ahorro Voluntario previstos en la Ley de Protección al Trabajador”, dispone que el Superintendente establecerá, mediante acuerdo general, la metodología de aplicación del valor cuota y la medición de la rentabilidad aplicable a los diferentes regímenes.

**Quinto:** Por artículo 17 del Acta de la Sesión 319-2002 del Consejo Nacional de Supervisión del sistema Financiero (CONASSIF), celebrada el 20 de agosto del 2002, fue derogado el Anexo 1 del “Reglamento sobre la Apertura y Funcionamiento de las Entidades Autorizadas y el Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, Capitalización Laboral y Ahorro Voluntario previstos en la Ley de Protección al Trabajador”. Dicho anexo establecía la metodología para el cálculo del valor cuota y la medición de la rentabilidad de los fondos administrados por las operadoras de pensión.

*DISPONE:*

**Artículo 1. Disposiciones sobre el uso de la de la información de rentabilidad de los fondos administrados**

La publicidad de los entes autorizados que incluya información de las rentabilidades propias, del resto de operadoras de pensiones o del sistema deberá sujetarse a las siguientes disposiciones generales:

- a) Toda publicidad que incluya la rentabilidad de los fondos administrados deberá realizarse únicamente con la información comunicada por la Superintendencia de Pensiones según el artículo 2 de esta disposición.
- b) No se permite en la publicidad la utilización de proyecciones sobre la rentabilidad de los fondos administrados por la entidad.
- c) Toda referencia a rentabilidad deberá indicar claramente que se trata de la variación del valor cuota del respectivo fondo de pensiones, voluntario u obligatorio, del fondo de ahorro voluntario, del fondo de capitalización individual o del fondo de capitalización laboral, según corresponda. Además, debe especificarse el periodo al cual se refiere dicha rentabilidad y que está expresada en forma anual y en términos brutos, es decir, antes del cobro de la comisión sobre rendimientos.
- d) Siempre que las operadoras de pensiones realicen publicidad sobre la rentabilidad deberán incluir en forma clara la información relativa a las comisiones cobradas, así como a la rentabilidad histórica del fondo respectivo calculada de acuerdo con lo establecido en estas disposiciones (fórmula 7) y la información de todas las operadoras.
- e) La publicidad de la rentabilidad de los fondos administrados debe incluir información de todos los fondos administrados por las operadoras de pensiones supervisadas que, para idéntico periodo de análisis, cuenten con igual tipo de fondo y cuya rentabilidad haya sido publicada por la Superintendencia de Pensiones. La publicidad de la rentabilidad de un fondo administrado puede ser comparada con la rentabilidad promedio del Sistema de igual tipo de fondo (según fórmula 8), información que también será entregada periódicamente por la Superintendencia de Pensiones.
- f) La publicidad deberá incluir el último dato mensual publicado por la Superintendencia cumpliendo con lo establecido en los literales a), b), c), d) y e) anteriores. En el caso en que las operadoras decidan realizar su publicidad utilizando más de un mes de rentabilidad, como mínimo deberán publicar los últimos 6 datos observados, sin perjuicio de los requisitos señalados en los literales anteriores.
- g) Las operadoras no podrán publicitar la rentabilidad de un fondo de pensiones complementarias, voluntario u obligatorio, durante los primeros doce meses de operación,



este periodo se contará a partir del primer mes completo de operación, es decir, para el cual se tengan los respectivos valores cuota para cada uno de los días de ese mes.

- h) Cuando la publicidad se refiera a la rentabilidad del fondo administrado deberá agregarse al final del aviso publicitario la siguiente frase:

“La rentabilidad del fondo es variable, por lo que no se garantiza que rentabilidades pasadas se mantengan en el futuro. La información histórica de la rentabilidad del sistema de pensiones puede encontrarse en la página de internet de la SUPEN: [www.supen.fi.cr](http://www.supen.fi.cr).”

## **Artículo 2: Publicación por parte de la Superintendencia de Pensiones de la Información sobre Rentabilidad.**

- a) La rentabilidad nominal anual y la rentabilidad histórica de los diferentes fondos administrados por las operadoras de pensiones y de los regímenes serán publicadas mensualmente por la Superintendencia de Pensiones..
- b) La Superintendencia publicará, en los primeros 10 días hábiles posteriores al cierre de cada mes, la información de rentabilidad para fines de publicidad de las Operadoras. Esta publicación se realizará mediante comunicación a las entidades supervisadas y en el sitio en Internet de la Superintendencia de Pensiones. La publicación incluirá la rentabilidad anual de cada uno de los fondos administrados, según se indica en el punto 1.2 del artículo 3 de estas disposiciones, y la rentabilidad histórica para los fondos de pensiones obligatorios y voluntarios, de acuerdo con el punto 1.4 de ese artículo. Para el caso de los fondos de pensiones complementarias la publicación de la rentabilidad se hará para todos aquellos fondos que cuenten con al menos doce meses completos de registros del valor cuota del fondo.

Asimismo la Superintendencia de Pensiones, de acuerdo con la metodología descrita en el punto 2.1 del artículo 3 de estas disposiciones, proporcionará la rentabilidad de los diferentes regímenes del sistema, entendiéndose por regímenes los siguientes: Obligatorio de Pensiones Complementarias, Voluntario de Pensiones Complementarias, Ahorro Voluntario y el de los Fondos de Capitalización Laboral. Para la publicación de la rentabilidad de un régimen se deberá contar con observaciones de valor cuota correspondientes al menos al 80% del volumen de recursos de los fondos administrados en el régimen correspondiente.

Se publicará con la leyenda “no disponible” la rentabilidad de aquellos fondos que no puede calcularse porque la información necesaria no ha sido cargada y validada en la base de datos de la Superintendencia de Pensiones. En estos casos se consignará en la publicación mensual respectiva que la rentabilidad correspondiente no está disponible por atrasos en el envío de información por parte de la operadora. En estos casos dicho fondo no se tomará en cuenta para el cálculo del promedio del sistema.



### Artículo 3: Metodología de Cálculo de la Rentabilidad de los Fondos Administrados por las Operadoras de Pensiones Complementarias y de la Rentabilidad de los Diferentes Regímenes.

#### 1. Rentabilidad del Fondo:

##### 1.1. Cálculo del valor cuota promedio mensual del Fondo:

La rentabilidad del fondo se calcula a partir del valor cuota bruto promedio mensual, definido de la siguiente forma:

$$\overline{VC}_t = \frac{\sum_{j=1}^{30} VC_{jt}}{30} \quad (1)$$

Donde:

$\overline{VC}_t$  Valor cuota promedio del Fondo F para el mes t

$\sum_{j=1}^{30} VC_{jt}$  Sumatoria de los valores cuota diarios del Fondo F desde el día 1 hasta el día 30 del mes t. Para el mes de febrero se repite el valor cuota del último día hasta completar 30 observaciones.

Las Entidades Autorizadas deberán registrar diariamente los rendimientos de los valores de los Fondos, calcular el valor de la cuota y su rentabilidad. Las cuentas individuales de los afiliados estarán representadas por cuotas de un valor uniforme entre sí, cuyo valor se calculará diariamente según la siguiente fórmula:

$$VC_t = \frac{Activo - Pasivo}{NC_t} = \frac{Activo \text{ Neto}}{NC_t} \quad (2)$$

Donde:

$VC_t$	Valor de la cuota del Fondo F al cierre del día t.
$Activos$	Activo total del Fondo F.
$Pasivos$	Pasivo total del Fondo F.
$NC_t$	Corresponde al número de cuotas del Fondo F vigentes al cierre del día t.

##### 1.2. Cálculo de la rentabilidad nominal anual del Fondo

La rentabilidad nominal anual del fondo se calcula para los últimos doce meses de la siguiente forma:



$$RA_{Ft} = \left( \left( \frac{\overline{VC}_{Ft}}{\overline{VC}_{F(t-12)}} \right) - 1 \right) \quad (3)$$

Donde:

$RA_{Ft}$	Rentabilidad nominal anual del Fondo F para los últimos doce meses terminados en el mes t
$\overline{VC}_{Ft}$	Valor cuota promedio del Fondo F para el mes t
$\overline{VC}_{F(t-12)}$	Valor cuota promedio del Fondo F para el mes t-12

Cuando un fondo tenga menos de un año de haber iniciado operaciones se utilizará la siguiente fórmula:

$$RA_{Ft}^* = \left( \left( \frac{\overline{VC}_{Ft}}{\overline{VC}_{F0}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right) \quad (4)$$

Donde:

$RA_{Ft}^*$	Rentabilidad nominal anual del fondo F para los últimos n meses terminados en el mes t
$\overline{VC}_{Ft}$	Valor cuota promedio del Fondo F para el mes t
$\overline{VC}_{F0}$	Valor cuota promedio calculado para el primer mes natural completo de operación (mes 0) del Fondo F, es decir, aquel mes en que dicho fondo contó con un valor cuota para cada uno de los días del mes.
$n$	Número de meses de operación del fondo, excluido el primer mes natural completo de operación (mes 0)

Para efectos de publicidad, la fórmula anterior solo aplica en los fondos de ahorro voluntario, capitalización laboral o capitalización individual. En el caso de los fondos de pensiones obligatorios y voluntarios la fórmula no aplica según lo establecido en el literal b) del artículo 2 de estas disposiciones.

### 1.3. Cálculo de la rentabilidad real anual del Fondo

La rentabilidad real anual del Fondo F se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$RRA_{pt} = \left[ \left( \frac{1 + RA_{pt}}{1 + \Delta\%IPC_t} \right) \right] - 1 \quad (5)$$

Donde:

$RRA_{pt}$	Rentabilidad real del Fondo F para el periodo t
$RA_{pt}$	Rentabilidad nominal anual del Fondo F en el mes t
$\Delta\%IPC_t$	Variación porcentual anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el periodo t, calculada de acuerdo con la fórmula siguiente:

$$\Delta\%IPC_t = \left[ \frac{IPC_t}{IPC_{t-12}} - 1 \right] \quad (6)$$

Donde:

$IPC_t$	Nivel del índice general de precios al consumidor del mes t.
$IPC_{t-12}$	Nivel del índice general de precios al consumidor del mes t-12

#### 1.4. Cálculo de la rentabilidad histórica anualizada del fondo

Para los fondos de pensiones, obligatorios y voluntarios, la rentabilidad histórica anualizada del fondo se calcula para el periodo comprendido desde el inicio del régimen (mes 0) hasta el mes t:

$$RAH_{pt} = \left( \frac{\overline{VC}_{pt}}{\overline{VC}_{p0}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \quad (7)$$

Donde:

$RAH_{pt}$	Rentabilidad histórica anual del Fondo F en el mes t
$\overline{VC}_{pt}$	Valor cuota promedio del Fondo F para el mes t
$\overline{VC}_{p0}$	Valor cuota promedio del Fondo F para el primer mes completo de operaciones del Fondo F (mes 0), es decir, aquel mes en que dicho fondo contó con registros del valor cuota para cada uno de los días del mes. Para los fondos que se encuentran actualmente en operación se entenderá por mes 0 el mes de junio del año 2001.
$n$	Número de meses que ha operado el fondo desde el primer mes completo de operaciones (mes 0) hasta el periodo t.



De manera análoga a la planteada en el inciso 1.3 se calculará la rentabilidad real histórica del fondo, tomando la variación del Índice de Precios al Consumidor desde el primer mes completo de operaciones del fondo F (mes 0) hasta el mes t.

## 2. Rentabilidad del Régimen

### 2.1 Cálculo de la rentabilidad nominal anual del Régimen

Para el cálculo de la rentabilidad nominal anual de un régimen se utiliza la siguiente fórmula:

$$RA_{Rt} = \sum_{F=1}^n (RA_{Ft} * F_{Ft}) \quad (8)$$

Donde:

$RA_{Rt}$	Rentabilidad nominal anual del Régimen en el mes t
$F_{Ft}$	Peso relativo del activo neto del Fondo F sobre el activo neto del total de los fondos del Régimen para el último día del mes t
$RA_{Ft}$	Rentabilidad nominal anual del Fondo F para el mes t
$n$	Número de Fondos pertenecientes al Régimen

Para los fondos de pensiones, obligatorios y voluntarios, la rentabilidad de los fondos con una antigüedad de operación inferior a un año no se tomará en cuenta para el cálculo de la rentabilidad anual del régimen. Para el resto de los regímenes, en el caso que exista algún fondo con una antigüedad inferior al año se incorporará su rentabilidad con la fórmula prevista para esos casos en el punto 1.2 ( $RA_{Ft}^*$ ).

Para los fondos de pensiones, obligatorios y voluntarios, la rentabilidad histórica del régimen se calculará con las rentabilidades históricas de cada fondo, según se indicó en el punto 1.4, agregándolas de la manera descrita en este apartado.

### 2.2. Rentabilidad real anual del Régimen:

La rentabilidad anual real de cada régimen se define de la siguiente forma:

$$RRA_{Rt} = \left[ \left( \frac{1 + RA_{Rt}}{1 + \Delta\%IPC_t} \right) \right] - 1 \quad (9)$$

Donde:



$RRR_{Rt}$	Rentabilidad anual real del Régimen para el mes t
$RA_{Rt}$	Rentabilidad nominal anual del Régimen en el mes t
$\Delta\%IPC_t$	Variación porcentual anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el periodo t, calculada de la siguiente forma:

$$\Delta\%IPC_t = \left[ \frac{IPC_t}{IPC_{t-12}} - 1 \right] \quad (10)$$

**Artículo 4: Modificación de Otras Comunicaciones de la Superintendencia de Pensiones.**

Se deja sin efecto la circular 1004-2001, del 4 de julio del 2001, relacionada con el cálculo de la rentabilidad de los Fondos del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias y del Fondo de Capitalización Laboral.

**Artículo 5: Vigencia de estas disposiciones**

Estas disposiciones entrarán en vigencia en la fecha de su comunicación. La información oficial con corte al mes de noviembre se remitirá el 2 de enero del 2003.

## **Anexo 5**

Entrevista con Jhonny Monge, Gerente Financiero de  
SUPEN

1-¿Cuál es la situación actual de los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios?

Durante el período que tienen de estar vigentes los fondos de pensiones se han suscitado eventos que han generado cambios fuertes en cuanto al manejo de los fondos.

El primero se debe a que los fondos de pensiones fueron creados con el objetivo de ahorrar y a partir de ahí las entidades financieras vieron una oportunidad para manejar estos dineros como fondos de inversión,

A raíz de esta situación se modificó la Ley 7523 por una legislación más robusta, la cual contenida las regulaciones de la Ley de Protección al Trabajador 7893. Con esta legislación se eliminó el manejo de los fondos de pensiones como fondos de inversión y adicionalmente ya se garantizo que estos dineros permanezcan en los fondos a largo plazo.

La segunda situación, se da con la realidad del mercado costarricense, el cual no tiene un desarrollo adecuado para la inversión de capital, primero por que las empresas aún funcionan como sociedades anónimas de capital cerrado lo que limita la inversión y segundo por que el gobierno posee un déficit importante, el cual sostiene con la colocación de bonos y que al ser un volumen importante y

contar con el aval del estado, este tipo de instrumento resulta atractivo para los inversionistas.

Sin embargo, es importante mencionar que debido al volumen actual de oferta que existe para colocar capital se ha producido una presión en el mercado costarricense, la cual ha ocasionado que se den fluctuaciones importantes en los rendimientos de las inversiones y que han impactado negativamente los fondos de pensiones.

2-¿Cuál es el futuro de los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios?

Debido al poco desarrollo del mercado costarricense el futuro de inversión para los fondos de pensiones esta en el extranjero en donde existe mayor oferta para colocar las inversiones.

Esta colocación en el extranjero permitirá una mejor diversificación de las carteras de inversión.

A raíz de esta necesidad y como en el mercado extranjero se negocia en monedas fuertes como los dólares o euros, la Superintendencia de Pensiones ya esta trabajando en una ley de cobertura de monedas con el fin de continuar salvaguardando los dineros de los afiliados.

También la SUPEN esta a favor de la colocación de dineros para el desarrollo de obras importantes en el país, como lo son infraestructura vial, portuaria, aeroportuaria y desarrollo de viviendas, sin embargo la SUPEN esta dispuesta a establecer legislación que le permita a las operadoras comprar títulos que tengan calificación de riesgo, pero con lo que no esta de acuerdo SUPEN es con la administración de estos fondos para la desarrollo de obras ya que este no es objetivo de la Superintendencia.

3 -¿Por qué se dio una colocación a un corto plazo de los dineros de los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios en los últimos años?

La colocación a corto plazo se debe a dos situaciones claramente identificadas, la primera de ellas es debido a que con la creación de los fondos de pensiones voluntarios, la legislación inicial permitía a los afiliados a contar con el dinero a la vista después de 5 años de estar en el fondo, y durante el 2004 y 2005 se cumple ese plazo, por lo que obliga a las operadoras a tener el dinero a corto plazo, en el caso de que algún afiliado decida retirarlo.

La segunda situación es que a partir de Marzo del 2006 los afiliados a los fondos de pensiones obligatorios cuentan con la opción de retirar el Fondo de Capitalización Laboral –FCL-, lo que también obliga a las operadoras a moverlo a la vista para aquellos afiliados que deseen retirarlo.