



TECNOLÓGICO DE COSTA RICA

ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

**CARACTERIZACIÓN Y TENDENCIAS DE LOS FONDOS DE PENSIÓN
COMPLEMENTARIA EN COSTA RICA**

**Proyecto de graduación para optar por el grado de Licenciado en
Administración de Empresas con Énfasis en Finanzas**

Realizado por:

**FRANCIS ALFARO FAETH
FALON CECILIANO ALVARADO
YANORY ESQUIVEL GUTIÉRREZ
ALEJANDRO FONSECA MURILLO
LAURENS MENA SEQUEIRA**

Profesor guía:

Msc. Víctor Garro Martínez

Junio 2015

DEDICATORIA

*A nuestros seres queridos y compañeros
que nos han apoyado en este proyecto.*

AGRADECIMIENTOS

A nuestro tutor el Msc. Víctor Garro Martínez, por su disposición, sus consejos y ayuda en la realización de este trabajo

A todos nuestros compañeros que durante tantos años de carrera universitaria nos acompañaron y juntos logramos cumplir el objetivo.

TABLA DE CONTENIDOS

<i>DEDICATORIA</i>	I
AGRADECIMIENTOS	II
TABLA DE CONTENIDOS	III
ÍNDICE DE CUADROS	V
RESUMEN	X
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I GENERALIDADES DE LA INVESTIGACIÓN.....	3
1. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO	3
2. JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO	3
3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	5
4. OBJETIVOS.....	5
5. ALCANCES Y LIMITACIONES	6
CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO.....	8
1.1. Historia del Régimen nacional de Pensiones	8
1.2. Régimen Multipilar.....	9
1.3. Legislación.....	10
2.1. Antecedentes Fondos de Pensión Complementaria.....	11
2.2. Ley de protección al trabajador	12
2.3. Mercado nacional de los Fondos de Pensión Complementaria.....	13
2.4. Composición actual de la cartera de inversión de los Fondos de Pensión Complementaria	13
3.1. Descripción general del modelo	20
3.2. Aplicación del modelo en Latinoamérica	22
4.1. Descripción general del modelo	25
4.2. Fases de la inversión en obra pública	26
4.3. Proyectos de financiamiento de obra pública	27

4.4.	Aplicación del modelo en Latinoamérica	27
4.5.	Proyecto de ley.....	28
5.1.	Generalidades	29
5.2.	Antecedentes De Problemática	30
5.3.	Problemática Actual :.....	33
CAPÍTULO III MARCO METODOLÓGICO.....		38
1.1.	Investigación documental	38
1.2.	Investigación descriptiva	38
1.3.	Investigación exploratoria.....	38
2.1.	Fuentes de información	39
2.2.	Sujetos de información	39
CAPÍTULO IV CARACTERIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN COMPLEMENTARIA.....		40
CAPÍTULO V PROYECCIONES DE LOS FONDOS DE PENSIÓN COMPLEMENTARIA.....		59
CAPÍTULO VI SISTEMA SIN IVM		69
1.	LIQUIDACIÓN DEL IVM	69
2.	ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL NUEVO SISTEMA	70
3.	NECESIDAD Y MEDIDAS DE FORTALECIMIENTO DEL IVM	71
CAPÍTULO VII CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		74
1.	CONCLUSIONES	74
2.	RECOMENDACIONES.....	77
APÉNDICES.....		78
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS		87

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro N° 1:

Variación del fondo acumulado del ROP por año vs variación en afiliados.....44

Cuadro N° 2:

Variación del fondo acumulado del VOL A por año vs variación en afiliados.....45

Cuadro N° 3:

Variación del fondo acumulado del VOL B por año vs variación en afiliados.....46

Cuadro N° 4:

Costo promedio per cápita.....56

Cuadro N° 5:

Afiliados por fondo.....57

Cuadro N° 6:

Costo de administración por colón administrado por fondo.....57

Cuadro N° 7:

Rentabilidad proyectada del ROP en términos relativos.....59

Cuadro N° 8:

Rentabilidad proyectada del ROP en términos absolutos.....60

Cuadro N° 9:

Rentabilidad proyectada del VOL A en términos relativos.....60

Cuadro N° 10:

Rentabilidad proyectada del VOL A en términos absolutos.....61

Cuadro N° 11:

Rentabilidad proyectada del VOL B en términos relativos.....61

Cuadro N° 12:

Rentabilidad proyectada del VOL B en términos absolutos.....62

Cuadro N° 13:

Monto administrado proyectado del ROP.....63

Cuadro N° 14:

Monto administrado proyectado del VOL A.....63

Cuadro N° 15:

Monto administrado proyectado del VOL B.....64

Cuadro N° 16:

Comisiones proyectadas del ROP.....65

Cuadro N° 17:

Comisiones	proyectadas	del	VOL
A.....			65

Cuadro N° 18:

Comisiones	proyectadas	del	VOL
B.....			66

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N° 1:

Rendimiento anual histórico promedio del ROP.....40

Gráfico N° 2:

Rendimiento anual histórico promedio del VOL A.....41

Gráfico N° 3:

Rendimiento anual histórico promedio del VOL B.....42

Gráfico N° 4:

Composición de la cartera del ROP por sector.....47

Gráfico N° 5:

Composición de la cartera del VOL A por sector.....48

Gráfico N° 6:

Composición de la cartera del VOL B por sector.....49

Gráfico N° 7:

Composición de la cartera del ROP por emisor.....50

Gráfico N° 8:

Composición de la cartera del VOL A por emisor.....51

Gráfico N° 9:

Composición de la cartera del VOL B por emisor.....52

Gráfico N° 10:

Composición de la cartera del ROP por plazo.....53

Gráfico N° 11:

Composición de la cartera del VOL A por plazo.....54

Gráfico N° 12:

Composición de la cartera del VOL B por plazo.....55

RESUMEN

El presente documento es la memoria del proyecto de graduación para optar por el título de Licenciatura en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas del Tecnológico de Costa Rica.

La iniciativa de desarrollar el presente estudio nace debido a que se detecta la necesidad de exponer con mayor detalle las características del sistema nacional de pensiones, haciendo principal énfasis en las pensiones complementarias, de forma tal que esta memoria sirva como base para futuros estudios y brindar al lector un marco de referencia para comprender el funcionamiento de dicho sistema. El objetivo principal del estudio fue:

Definir las características y tendencias de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica.

Se realizó una investigación exploratoria descriptiva para la definición de la situación actual del sistema nacional de pensiones. Una vez determinada la situación actual se procedió a realizar proyecciones con base a la información histórica disponible y así predecir el posible comportamiento futuro del sistema, incluyendo la próxima implementación del modelo de multifondos para las pensiones complementarias.

Adicionalmente se incorpora en la memoria el análisis de como funcionaria el sistema nacional de pensiones en caso de que se dé el cierre del régimen del Invalidez Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social.

Después de analizar la información hallada, se generan una serie de conclusiones y recomendaciones con el fin de agrupar toda la información presentada. Entre las conclusiones más relevantes se encuentran.

- El rendimiento histórico promedio real de los Fondos de Pensión Complementaría ha sido positivo, es decir el rendimiento ha sido mayor que la inflación durante los últimos 10 años.
- El rendimiento anual real al verse afectado por los efectos temporales (plusvalía de un título, aumento de demanda de una emisión, cambios en tasas de interés, tipo de cambio), se considera que no es el mejor parámetro para decidir cuál debe ser la operadora que administre los fondos.
- Los factores que pueden afectar el cambio en los saldos administrados por los distintos fondos son el desempleo, el empleo informal y los cambios demográficos tales como aumento en el número de pensionados con respecto a la cantidad de aportantes. En el caso del VOL A los retiros anticipados y traslados de afiliados al VOL B son las principales razones que impactan el saldo del fondo.
- Los fondos analizados en su mayoría se invierten en el sector público, conformado por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica, donde se invierten en un plazo de 1 a 10 años.
- Se obtienen resultados positivos al proyectar la rentabilidad aún en los escenarios pesimistas, evidenciando una rentabilidad por encima de la inflación.
- En cuanto a las comisiones se espera un crecimiento constante en los ingresos de los Fondos de Pensiones, a pesar de que por normativa el porcentaje de comisión irá disminuyendo.
- El modelo multifondos pretende mejorar tanto rentabilidad como manejo de riesgo el mismo no puede ser implementado aún, debido a que por condiciones demográficas actuales solo se contaría con un modelo de dos fondos.
- En caso de un nuevo sistema que no contemple el IVM, se pasaría de un régimen de reparto a uno de capitalización individual, considerando el desarrollo del sistema de pensiones de Costa Rica se concluye que en caso de ceder la administración de los fondos a entidades privadas, podría darse una disminución de los beneficios percibidos por el afiliado al momento de la pensión.

INTRODUCCIÓN

Los Fondos de Pensión Complementaria funcionan para acumular recursos con el propósito de que cuando el trabajador se pensione, le permita complementar la pensión del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) o su sustituto. Esto con el fin de contar con un ingreso que le permita solventar sus necesidades económicas en el momento de su jubilación.

En la actualidad el tema de los Fondos de Pensión Complementaria ha adquirido mayor atención por la problemática que ha presentado el IVM en cuanto a su solidez y estabilidad financiera, debido a la administración que se le ha dado al mismo.

El presente estudio pretende brindar una caracterización de los Fondos de Pensión Complementaria y plantear posibles escenarios de tendencias de los mismos, para que los lectores cuenten con un marco de referencia sobre la situación actual del sistema nacional de pensiones basado en los datos históricos disponibles.

El documento se encuentra organizado en capítulos, los cuales guiarán al lector en el proceso de exposición y análisis de los contenidos del estudio.

El capítulo I, Generalidades de la Investigación, contiene la información general del proyecto, este capítulo sirve como base para comprender el desarrollo del resto del documento ya que en él se establece la importancia del mismo y los objetivos que se esperan alcanzar durante su elaboración.

El capítulo II por su parte, presenta el marco teórico utilizado para la elaboración del estudio, en él se abordan los conceptos principales que se requieren para comprender el funcionamiento y generalidades del sistema nacional de pensiones y sus componentes, explicando los conceptos, clasificaciones y análisis que se realizan.

El marco metodológico se ubica en el capítulo III y en él se definen el tipo de investigación realizada, las fuentes y sujetos de información consultados, los métodos de recolección y análisis de información, y el detalle del procesamiento de los datos obtenidos, esto para que al lector le quede claro el proceso de investigación que se desarrolló.

Para ahondar en el tema, es importante analizar la actualidad de los fondos de pensión complementaria, es por esto que el capítulo IV muestra la caracterización de estos fondos, describiendo la situación actual de algunas de las variables más relevantes al respecto, dentro de las cuales se encuentran la rentabilidad real, los saldos administrados en las cuentas individuales, la composición de carteras de inversión, el costo que implica tanto para el afiliado como para las operadoras la administración de cada fondo y también el número de afiliados por fondo.

Una vez que se establece como base la situación actual de los fondos, en el capítulo V se abordan las proyecciones realizadas respecto a las variables mencionadas anteriormente, si bien es cierto no se puede asegurar la ocurrencia de ninguno de los escenarios planteados en las proyecciones, la intención es brindar al lector una idea del posible comportamiento que tendrían los fondos ante situaciones favorables o desfavorables según corresponda. Además en este capítulo se plantean proyecciones de posibles variaciones estructurales y de funcionamiento que podría enfrentar el modelo actual de administración de Fondos de Pensión Complementaria.

Ante la conocida problemática que afronta el IVM, se detectó la necesidad de plantearle al lector el panorama que afrontarían las pensiones en caso de este régimen llegue a desaparecer, en el capítulo VI se parte de la hipotética liquidación del IVM, replicando el proceso que vivió el sistema de pensiones de Chile, para plantear el modelo que se podría implementar en el país.

Para finalizar, en el capítulo VII se detallan las conclusiones y recomendaciones a las que se llega con el desarrollo de este proyecto.

CAPÍTULO I

GENERALIDADES DE LA INVESTIGACIÓN

El presente capítulo incluye los aspectos generales de la investigación, incluyendo los antecedentes del estudio, la justificación, el planteamiento del problema y objetivos.

1. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

En la segunda década del siglo XXI en Costa Rica se han realizado diversos análisis de los Fondos de Pensión Complementaria, algunos de ellos utilizando enfoques históricos recopilando datos desde el nacimiento de estos fondos, unos plantean características generales de los fondos y las operadoras que los administran y otros exponen diversas opciones de mejoras que se le pueden aplicar al sistema actual de pensiones complementarias.

Existe información documentada sobre temas relacionados como opciones de inversión, experiencias de otros países latinoamericanos y sus modelos, estadísticas actuales del mercado de las pensiones complementarias y diversos temas que serán utilizados para enriquecer el presente proyecto.

2. JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

La mayoría de los trabajadores tienen un objetivo a largo plazo: acumular recursos financieros suficientes para disfrutar de una jubilación que les permita recibir un monto de pensión suficiente para mantener un nivel de vida similar al actual.

Hasta hace pocos años los costarricenses confiaban en el funcionamiento del IVM, administrado por la CCSS, y sus sustitutos (JUPEMA, Poder Judicial, entre otros), establecido para su jubilación. Durante años se creyó

que dicho sistema podría resistir los retos que se le presentasen, como por ejemplo los cambios demográficos, específicamente en la esperanza de vida de los costarricenses, que se dio durante las décadas de 1930-2010, donde aumentó en 37 años pasando de 42 a 79 años. Adicionalmente las malas prácticas en su gestión, evidenciado en el estudio actuarial del 2010 de la CCSS que el IVM presentaba un déficit de 19.288 miles de millones de colones lo que significa que el valor presente de los gastos es superior al valor presente de los ingresos.

La sensación de seguridad con respecto a la solidez del IVM ha ido desapareciendo a medida que salen a la luz las noticias sobre la crisis financiera por la que está pasando el mismo. Los costarricenses se han enterado que los eventos mencionados en párrafos anteriores han tenido efecto directo sobre su expectativa de pensión, y contrario a lo que se creía, el Sistema de Pensiones en el cual el país deposita sus esperanzas no es tan sólido ni tan invulnerable como debería ser.

Estudios realizados por la Dirección Actuarial y Económica de la CCSS así como de organizaciones externas tales como la Organización Internacional del Trabajo, han evidenciado que los ingresos del IVM son insuficientes para cubrir los gastos del régimen donde la relación entre ingresos y gastos es de 1,01. De seguir esta tendencia la reserva de dinero se agotaría entre los años 2027 y 2028

Ante este panorama las pensiones complementarias se convierten en un tema de interés nacional y algunos empiezan a ver estos fondos como su única opción para asegurar una solvencia financiera al momento de pensionarse.

El desconocimiento por parte de la población es uno de los grandes retos que enfrentan las autoridades en el tema de pensiones en el país, ya que si bien es cierto estos fondos en su versión actual operan desde hace 15 años, aún parte de la población desconoce el funcionamiento y las implicaciones de los mismos, muestra de ello es la baja tasa de afiliación a planes

voluntarios de personas menores de 31 años, según datos de la Superintendencia de Pensiones (SUPEN). A diciembre de 2014 solamente 6100 personas menores de 31 años de edad cuentan con dicho plan.

Con la presente investigación además de presentar una caracterización de los Fondos de Pensión Complementaria tal y como lo han hecho otros estudios, se pretende visualizar las tendencias que podrían enfrentar en el futuro dichos fondos, mediante la generación de indicadores y relaciones estadísticas basadas en la información financiera de los mismos

3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

¿Cuáles son las características y tendencias de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica, en la segunda década del S.XXI?

4. OBJETIVOS

4.1. General

Definir las características y tendencias de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica.

4.2. Específicos

4.2.1. Determinar las características actuales del sistema nacional de pensiones enfocado en los Fondos de Pensión Complementaria.

4.2.2. Detallar la composición de las carteras de inversión de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica.

4.2.3. Realizar un análisis financiero y de gestión de riesgo de los Fondos de Pensión Complementaria.

4.2.4. Proyectar con base en datos históricos la tendencia de la rentabilidad en términos relativos y absolutos, monto administrado en cuenta individual, y costos de administración de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica.

4.2.5. Caracterizar los modelos alternativos de inversión en multifondos y obra pública para los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica.

4.2.6. Determinar el posible funcionamiento de un nuevo modelo de pensiones en caso de cierre del IVM administrado por la CCSS.

5. ALCANCES Y LIMITACIONES

5.1. Alcances

- El presente proyecto abarca una caracterización de la situación actual de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica al 31 de diciembre del año 2014 así como las posibles tendencias del mismo.
- Los fondos de pensión analizados en la investigación son aquellos compuestos en colones, los fondos voluntarios denominados en dólares no fueron tomados como parte del análisis de la investigación debido a que su representación en el total de la cartera no es significativo.

5.2. Limitaciones

A continuación se presentan las limitaciones que se encontraron durante la investigación:

- La información histórica disponible de los estados financieros de las operadoras de pensiones no es suficiente para realizar

proyecciones con modelos estadísticos avanzados, ya que solo se publican los últimos tres años.

- No es posible realizar análisis de correlación entre variables debido a que no existe una relación directa significativa entre las mismas.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

El presente capítulo presenta los conceptos principales, que respaldan teóricamente el desarrollo del proyecto, con el mismo, el lector puede tener un punto de vista más claro para el entendimiento del resto del documento.

1. MARCO HISTÓRICO Y LEGAL DEL RÉGIMEN NACIONAL DE PENSIONES

1.1. Historia del Régimen nacional de Pensiones

Según recopila Robles (2013, pp. 9-12) el proceso histórico de las pensiones en Costa Rica comienza en el año 1886 con la publicación de la Ley General de Educación Común, en la cual se crea el primer fondo de pensiones para los maestros con dos fines: una pensión de retiro después de 20 años de servicio y un fondo para aquellos que no pudieran continuar ejerciendo su profesión por enfermedad y que hubieran cotizado 10 años como mínimo para dicho fondo.

Ya en 1935 gracias al movimiento obrero e inspirado en los cambios europeos en cuanto a seguridad social, se aprueba en Costa Rica la primera Ley General de Pensiones, en la cual se amplía el beneficio de la pensión a otros sectores aparte del ya mencionado gremio de educadores.

Adicionalmente se crean subdivisiones dentro del régimen de pensiones donde se encontraban las pensiones de derecho y de gracia, ambos casos especiales; las primeras eran los casos “normales” de aportes al régimen o algunos casos especiales como por ejemplo las pensiones destinadas a familiares de fallecidos en conflictos bélicos. El segundo grupo de pensiones era destinado a aquellos que no contaban con recursos propios y tenían alguna persona dependiente de dichos ingresos.

En el año 1947 se implementa el IVM administrado por la CCSS ya que varios países de Latinoamérica habían tenido importantes avances en este tema, entre los cuales se encontraban: Chile, Brasil y Uruguay. Dicho régimen ha estado en constante evolución durante el paso de los años, modificándose las coberturas, los plazos, los requisitos y los beneficios del mismo. (Robles, 2013, p. 21).

Adicionalmente al régimen de pensiones obligatorias se encontraban los regímenes especiales: MOPT, Hacienda, Comunicaciones, Registro Nacional, Poder Judicial y el Magisterial. Varios de estos sufrieron reformas, como la eliminación de ciertos regímenes bajo La Ley Marco de Pensiones o bien, se modificaron con el tiempo.

En el año 2000 se crea el sistema multipilar el cual permite diversificar el riesgo que se concentraba en el régimen básico de IVM y fortalece el mismo con la creación del Régimen obligatorio de pensiones complementarias administrado por las Operadoras de Pensiones Complementarias (OPC).

1.2. Régimen Multipilar

Bajo este sistema se trata de fortalecer el IVM brindando a la CCSS una diversificación del riesgo de la concentración de un beneficio en un solo administrador por medio de la creación de las OPC.

Adicionalmente se brinda a la SUPEN mejoras para el control del sistema de pensiones en el país.

El sistema de pensiones se basa en cuatro aspectos o pilares básicos de protección.

- **Básico:** conformado por el régimen central de la CCSS, el del IVM y los regímenes sustitutos (Magisterio Nacional, Poder Judicial, entre otros). El

mismo cubre a todos los trabajadores dependientes e independientes, es un aporte proveniente de tres fuentes: estado, patrono y trabajador.

- Complementario obligatorio: se encuentra definido por el régimen obligatorio de pensiones complementarias administrado por las OPC y algunos regímenes complementarios del sector público. El artículo 9 de la Ley de protección al trabajador lo define como:

“El Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias será un régimen de capitalización individual y tendrá como objetivo complementar los beneficios establecidos en el IVM de la CCSS o sus sustitutos para todos los trabajadores dependientes o asalariados.”

Es visto como una “segunda pensión” y es administrada por una OPC a elección del trabajador.

- Complementario voluntario: Régimen Voluntario de Pensiones Complementarias, tiene como modalidad de financiamiento la capitalización individual y es administrado por las OPC. Este pilar es de acatamiento voluntario y bajo reglas específicas de aplicación.
- No contributivo: se financia con recursos del Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares (FODESAF) y algunos impuestos específicos. Entrega un beneficio definido por la CCSS a personas: mayores a 65 años, discapacitados, huérfanos menores de edad, viudas e indigentes.

1.3. Legislación

El marco jurídico vigente a marzo 2015 con el cual se rige la SUPEN para regular las pensiones en Costa Rica son dos grandes leyes: la ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias No. 7523, publicada el 18 de agosto de 1995 y la ley de Protección al Trabajador No. 7983 publicada el 18 de febrero del 2000.

Dicho ente regulador supervisa las OPC y los regímenes de capitalización colectiva (los fondos básicos y los otros fondos).

Adicionalmente a estas dos grandes leyes la SUPEN cuenta con siete reglamentos vigentes, 10 manuales, acuerdos y otras leyes y reglamentos que sustentan o bien complementan todas las regulaciones del sistema de pensiones del país.

2. CARACTERIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN COMPLEMENTARIA

2.1. Antecedentes Fondos de Pensión Complementaria

Con la creación el 07 de julio de 1995 de la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias(N° 7523), nacen los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica, esta ley tiene como objetivo “autorizar y regular la creación de los sistemas o planes privados de pensiones complementarias y de ahorro individual, destinados a brindar a los beneficiarios, protección complementaria ante los riesgos de la vejez y la muerte”. Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias (1995).

Según la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias, Artículo 2, 1995, “los Fondos de Pensión Complementaria son 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”

Estos fondos de pensión “se caracterizaban por estar dirigidos a un determinado grupo ocupacional y la afiliación a estos planes era abierta y voluntaria, por lo tanto el nivel de protección complementaria estaba en función de la capacidad y voluntad de ahorro de cada persona”. Informe Final del Foro de Concertación Nacional, (1998).

Las OPC o las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) eran las encargadas de administrar estos Fondos de Pensión Complementaria, entre los productos financieros que ofrecían en ese momento eran fideicomisos y planes de ahorro jubilatorio voluntarios.

Además con el establecimiento de esta legislación se crea la SUPEN, como un órgano desconcentrado del Banco Central de Costa Rica. Durante los primeros cuatro años de existencia, el objetivo principal de la entidad fue la regulación y fiscalización del régimen de capitalización individual, constituido por OPC.

2.2. Ley de protección al trabajador

El 18 de febrero del año 2000, se promulgó la Ley de protección al trabajador (N° 7983), llamada como “la reforma social de nuestro tiempo”. En el artículo 1 de la norma se mencionan sus objetivos que son:

- Crear y establecer el marco para regular los fondos de capitalización laboral propiedad de los trabajadores.
- Universalizar las pensiones para las personas de la tercera edad en condición de pobreza.
- Establecer los mecanismos para ampliar la cobertura y fortalecer el IVM de la CCSS como principal sistema de solidaridad en la protección de los trabajadores.
- Autorizar, regular y establecer el marco para supervisar el funcionamiento de los regímenes de pensiones complementarias, públicos y privados, que brinden protección para los casos de invalidez, vejez y muerte.
- Establecer los mecanismos de supervisión para los entes participantes en la recaudación y administración de los diferentes programas de pensiones que constituyen el Sistema Nacional de Pensiones.
- Establecer un sistema de control para la correcta administración de los recursos de los trabajadores, con el fin de que estos reciban la pensión conforme a los derechos adquiridos por ellos.

La Ley de protección al trabajador introdujo cambios en los Fondos de Pensión Complementaria, porque se creó el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarios (ROP) y se hicieron reformas al Régimen Voluntario de Pensiones Complementarios (RVPC), los cuales conforman el segundo pilar y el tercer pilar de la estructura actual del Sistema Nacional de Pensiones en Costa Rica respectivamente, dichos pilares se han detallado en apartados anteriores. Ley de protección al trabajador (2000).

2.3. Mercado nacional de los Fondos de Pensión Complementaria

A marzo 2015 el mercado nacional de los Fondos de Pensión Complementaria está integrado por seis OPC: Vida Plena, Popular Pensiones, OPC Caja Costarricense del Seguro Social, BN Vital, BCR Pensiones y BAC San José Pensiones. Las OPC administran más del 16% del PIB (Producto Interno Bruto). Robles (2015, p. 105).

Estas operadoras son sociedades anónimas de carácter público y privado y son las encargadas de administrar el dinero del ROP y de las pensiones complementarias voluntarias que conforman los Fondos de Pensión Complementaria.

También es importante mencionar que las OPC son reguladas y supervisadas por la SUPEN. Además cuentan con la Asociación de Operadoras de Pensiones (ACOP) que tiene como fin desarrollar normas y procedimientos, promover el cumplimiento ético y moral de las responsabilidades asignadas por ley a las operadoras, además apoyan a las operadoras en otros campos, como capacitar a los colaboradores, realizar giras y foros informativos. Robles (2015, p.108-109).

2.4. Composición actual de la cartera de inversión de los Fondos de Pensión Complementaria

Los fondos de pensión complementaria se componen por el ROP y por el RVPC, este último está compuesto por el Fondo A (VOL A) y por el Fondo B (VOL B).

Además es importante mencionar que el artículo 4 del Reglamento de Apertura y Funcionamiento, hace énfasis que los recursos del ROP y RVPC, constituyen patrimonios exclusivos de los afiliados y que deberán ser administrados por medio de fondos separados e independientes entre sí, y del patrimonio de la entidad autorizada que corresponda.

A continuación se muestran las características generales y específicas de estos fondos.

2.4.1. ROP

El ROP como se menciona anteriormente es un régimen de capitalización individual y tiene como objetivo complementar la pensión que otorga la CCSS y sus sustitutos.

- **Afiliación del trabajador al ROP**

El empleado tiene la libertad de elegir cualquier operadora de pensiones, en caso de no elegir se afilia automáticamente a Popular Pensiones o a Vida Plena (si pertenece al sistema de pensiones del magisterio nacional).

Cuando un patrono contrata un nuevo colaborador, el patrono debe comunicar a la CCSS la operadora de su elección y además tiene que brindar toda la información necesaria para el funcionamiento adecuado del Sistema Centralizado de Recaudación (SICERE). Artículos 10 y 11, Ley de Protección al Trabajador. (2000).

- Recursos del ROP

Según el Artículo 13 de la Ley de Protección al Trabajar el ROP se financiará con los siguientes recursos:

a) 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.

b) 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.

c) 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.

d) Los aportes provenientes del Fondo de Capitalización Laboral, según lo establecido en el Artículo 3 de esta Ley.

- Pasos a seguir para el retiro del ROP

Según SUPEN al ROP se accede al momento de pensionarse por el régimen básico y se tienen que seguir estos pasos para retirarlo:

a) La operadora comunica seis meses antes a los afiliados próximos a pensionarse.

b) La operadora asesora al afiliado sobre los planes de beneficios.

c) El afiliado recibe la pensión del régimen básico y debe solicitar la certificación de su pensión de este régimen para llevarlo a la OPC donde tiene su pensión del ROP.

d) El afiliado, ahora en su nueva condición de pensionado por el régimen básico, completa un formulario para solicitud del plan de beneficio de su conveniencia.

- e) La operadora, verifica que la documentación presentada cumpla con la regulación e informa al afiliado.
 - f) La operadora, calcula el monto de retiro programado del ROP para el afiliado. El afiliado conociendo si el cálculo del retiro programado del ROP es mayor o menor al 10% de la pensión del régimen básico puede seleccionar, según sea el caso, si retira totalmente el ROP o toma un plan de beneficio.
 - g) El afiliado elige la modalidad de su pensión e inicia su disfrute. Las modalidades de pensión son:
 - Retiro programado: es la modalidad de pensión mediante la cual el afiliado pensionado o beneficiario contrata con la OPC una renta periódica que surge de dividir, cada año, el capital para la pensión por el monto del valor actuarial necesario unitario (valor de una unidad de pensión).
 - Renta vitalicia: es la modalidad de pensión mediante la cual el afiliado contrata, con una entidad aseguradora autorizada en el país, una renta vitalicia mensual por lo cual ésta última se obliga al pago de esa renta, desde el momento en que se suscribe el contrato hasta su fallecimiento.
 - Renta permanente: es la modalidad de pensión mediante la cual el afiliado o beneficiario contrata con la operadora de pensiones un plan, por medio del cual recibe el producto de los rendimientos de la inversión del capital para la pensión. El saldo se entregará a los beneficiarios designados, los herederos o los legatarios, a la muerte del pensionado.
- Comisiones ROP

Según el artículo 37 del Reglamento de Apertura y Funcionamiento de los Fondos de Pensiones la base de cálculo de la comisión será un porcentaje

del saldo administrado definido, este último, como la diferencia entre el activo total y el pasivo total.

A continuación se adjunta el porcentaje de comisión para el ROP, según el transitorio I del Reglamento de Apertura y Funcionamiento de los Fondos de Pensiones:

Año	Comisión
1° Enero-2011	1,10%
1° Enero-2012	1,10%
1° Enero-2013	1,10%
1° Enero-2014	0,70%
1° Enero-2015	0,70%
1° Enero-2016	0,70%
1° Enero-2017	0,50%
1° Enero-2018	0,50%
1° Enero-2019	0,50%
1° Enero-2020	0,35%

2.4.2. RVPC

En el capítulo anterior se define que el RVPC tiene como modalidad de financiamiento la capitalización individual y es administrado por las OPC, además es el tercer pilar del sistema de pensiones de Costa Rica.

- **Afiliación al RVPC**

El artículo 14 y 15 de la Ley de Protección al Trabajador, establece que las personas mayores de quince años, afiliadas y las no afiliadas al ROP, pueden acceder a un plan voluntario, ya sea en forma individual o por convenios de afiliación colectiva. Está afiliación se lleva a cabo por medio de un contrato que especifica los condiciones generales de dicho plan voluntario.

- **Condiciones para acceder a los beneficios RVPC**

“Las prestaciones derivadas del RVPC se disfrutarán de acuerdo con los contratos, pero no antes de que el beneficiario cumpla cincuenta y siete años

de edad, excepto en caso de invalidez o enfermedad terminal, calificado por la CCSS o en caso de muerte”. Artículo 21 Ley de Protección al Trabajador.

- Planes de beneficios RVPC

El artículo 69 del Reglamento de Apertura y Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, expresa que “los beneficios se administrarán por medio de planes de beneficios autorizados. Las Operadoras podrán ofrecer estos planes, previo cumplimiento del trámite de autorización, bajo las modalidades de renta permanente y renta temporal. El plazo mínimo de los contratos de estos productos será de tres años. El afiliado también podrá optar por la adquisición de una renta vitalicia ofrecida por una entidad de seguro autorizada. Los planes de renta permanente podrán convertirse a renta temporal”

Además de acuerdo al artículo 71 del Reglamento de Apertura y Funcionamiento de los Fondos de Pensiones, menciona que se puede realizar un retiro único por el saldo total acumulado en su cuenta individual.

- Separación de fondos del RVPC

Según el artículo 4 bis del Reglamento de Apertura y Funcionamiento de los Fondos de Pensiones , establece que los contratos que puedan ejercer retiros totales o parciales, se gestionarán en un fondo separado de aquellos que no tengan esta posibilidad. Este fondo se denominará como VOL A.

Consecutivamente este artículo menciona que las entidades autorizadas administrarán en un segundo fondo, el cual se llamará VOL B, las cuentas individuales cuyos contratos hubiesen sido suscritos al amparo de la Ley de Protección al Trabajador. Estas cuentas, podrán realizar retiros parciales o totales, siempre que haya transcurrido al menos sesenta y seis meses y haya aportado el equivalente a sesenta y seis aportes mensuales.

- Comisiones RVPC

El artículo 37 del Reglamento de Apertura y Funcionamiento de los Fondos de Pensiones indica que la base de cálculo de la comisión estará compuesta por los siguientes parámetros:

- a) Los rendimientos brutos obtenidos por las inversiones realizadas con los recursos del fondo.
- b) El saldo administrado definido como la diferencia entre el activo total y el pasivo total.

3. MODELO MULTIFONDOS

El principal objeto social de las operadoras de pensiones, según la Ley de Protección al Trabajador artículo 31 es administrar los planes, fondos, beneficios y cuentas individuales de los afiliados, dicha administración se basa en invertir los montos acumulados en las cuentas individuales de los afiliados, para generar el mayor rendimiento posible a un nivel de riesgo aceptable.

Actualmente los afiliados dejan en manos de las operadoras de pensiones, la toma de decisiones en lo que respecta el tema de las inversiones, estas a su vez deben apegarse a los límites normativos establecidos en los artículos del 23 al 46 del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas, emitido por SUPEN.

Costa Rica presenta un mercado bursátil bastante limitado, según lo mencionan Barrientos, Pineda & Valverde (2007), en el periodo transcurrido entre el año 2001 y el 2007, 24 empresas se retiraron del mercado nacional de valores como emisores, debido a los pocos incentivos que ofrece el mercado y el dominio de las emisiones del sector público.

Si a esto le sumamos que los fondos administrados por las operadoras de pensiones cada día aumentan, se genera una competencia por invertir en las

limitadas opciones que ofrece el mercado, lo cual resulta contraproducente en la búsqueda de generar mayores rendimientos para los afiliados.

Ante este panorama, las autoridades en materia de pensiones en el país, se han interesado en otros modelos aplicados en Latinoamérica, que permitan diversificar la gestión de inversiones, y que la misma colabore activamente al logro de los objetivos del fondo y de los afiliados, uno de estos modelos según se menciona en el diario El Financiero (01 febrero 2013) es el de multifondos, el cual se detalla a continuación.

3.1. Descripción general del modelo

Para el establecimiento de este modelo se consideran un número variable de fondos, en los cuales el afiliado podrá invertir sus recursos, el número de fondos dependerá de las necesidades específicas y debe adecuarse a la realidad del país y la población donde se aplican.

Cada uno de estos fondos que se crean tienen diferentes características en cuanto a los instrumentos en los cuales invierten los recursos de los afiliados, de esta manera se busca que el fondo responda directamente las necesidades y objetivos que tiene el afiliado.

Si bien es cierto no existe un esquema definitivo de cuantos fondos se deben crear, ni las características que deben tener los mismos, existe una serie de variables que se deben considerar para la creación de los fondos, dentro de las principales se encuentran:

3.1.1. Desarrollo del mercado financiero

Este aspecto es relevante debido a que a mayor desarrollo del mercado, mayor cantidad de opciones de inversión tendrán las operadoras, y esto a su vez abre la posibilidad de crear un mayor número de fondos que agrupe ciertos títulos similares que se complementen.

3.1.2. Normativa aplicable

Los límites normativos de inversión también son un aspecto determinante para el modelo de multifondos, se debe buscar un punto en el que el marco legal brinde seguridad al afiliado y a la vez le den un margen amplio de trabajo a las operadoras para maximizar los rendimientos.

Según Marchena & Marín (2013), la normativa vigente en Costa Rica aplicable a pensiones complementarias, y principalmente la Ley de Protección al Trabajador 7983, son suficientemente amplias para la aplicación de un modelo de multifondos, y se podría introducir el mismo solamente modificando el Reglamento de Inversiones de Entidades Supervisadas el cual es aprobado por CONASSIF, por lo que no sería necesario ingresar un proyecto de ley a la corriente legislativa para su implementación.

3.1.3. Perfil de riesgo de los afiliados

En el modelo de multifondos el afiliado será quien defina en cual o cuales fondos se invierten sus recursos, por lo que es necesario conocer las características de los afiliados y el perfil de riesgo de los mismos, para lograr ofrecerles una propuesta de fondo o fondos que le resulte atractiva y se adapte a su nivel de aversión al riesgo.

Para definir el perfil de riesgo, las operadoras utilizan simuladores donde aplican una serie de preguntas (generalmente entre 7 y 10) a los afiliados. Según Sugeval los temas que se deben abarcar para definir el perfil de riesgo de un inversor, y que podrían adecuarse para afiliados de los Fondos de Pensión Complementaria son: la fuente de los recursos, necesidades y objetivos de inversión, horizonte o plazo de inversión, nivel de riesgo que está dispuesto a asumir y la experiencia previa como inversionista del afiliado.

3.1.4. Aspectos demográficos

Se debe conocer la edad de los afiliados, esperanza de vida, años laborales restantes para el retiro, cantidad de trabajadores activos por cada pensionado entre otros, para definir fondos que permitan satisfacer las necesidades de los diferentes segmentos de la población, mejorando el modelo actual de pensiones complementarias que ofrece un producto idéntico para todos los afiliados.

3.1.5. Plazo y renta de las inversiones

Basándose en las características y el perfil que se forme de los afiliados, se debe definir el plazo al cual se realizarán las inversiones, y también si los instrumentos que se adquieren serán de renta fija o renta variable, esto afectará el nivel de riesgo de cada uno de los fondos, así como la expectativa de generación de rendimientos.

3.2. Aplicación del modelo en Latinoamérica

Existen varios países en Latinoamérica que han implementado los multifondos en sus sistemas de pensiones, las experiencias de estos países permiten crear una base para el establecimiento de un modelo similar en Costa Rica, a continuación se detallan según Escrivá, J. L., Fuentes, E. & García, A. (2010) los principales aspectos de estos casos.

3.2.1. Chile

En Chile el modelo multifondos está vigente desde el año 2002, cuenta con cinco posibles fondos para elección de los afiliados, quienes pueden tomar máximo dos fondos, todos los afiliados que no estén cercanos a jubilarse pueden aplicar libre transferencia entre fondos.

En caso de no elegir sus opciones de fondos, la normativa asigna automáticamente los afiliados a un fondo, existen límites de inversión para cada fondo, definidos mediante bandas de exposición a instrumentos de renta variable.

A medida que se presentaron estos cambios Chile permitió una mayor participación en instrumentos de renta variable en fondos de inversión, instrumentos de cobertura de riesgo y en instrumentos del exterior.

3.2.2. Perú

Los multifondos entraron a regir en este país desde el año 2005, la oferta de fondos es de solamente tres en el caso de los planes obligatorios, este número puede aumentar para los planes voluntarios, no existen requisitos específicos para trasladarse de un fondo a otro.

Si los afiliados no eligen son asignados al denominado fondo dos, el cual busca una dinámica moderada manteniendo una volatilidad media, la única excepción aplica para los afiliados mayores a 60 años de edad, los cuales son asignados a un fondo de preservación de capital.

En cuanto a límites de inversión, los mismos se definieron considerando si se trata de instrumentos de renta fija o variable, así como límites de concentración por emisores e inversiones en el extranjero.

3.2.3. México

Para los mexicanos los multifondos son una realidad desde el año 2007, cuentan con cinco fondos distintos de los cuales pueden elegir solamente uno según sus características, el afiliado puede solicitar el traslado de un fondo a otro en el momento que lo desee.

Los fondos se crearon considerando los tipos de instrumento de inversión, el perfil de los afiliados y los límites del Var, en caso de que el afiliado no

elija fondo, el ente regulador lo asigna automáticamente al fondo que le corresponda considerando únicamente su edad.

Al entrar en vigencia este modelo se tenía una fuerte concentración en instrumentos estatales de renta fija, con el paso de los años se han incorporado a las carteras títulos de renta variable, valores extranjeros e instrumentos titularizados.

3.2.4. Colombia

El plan multifondos empieza a regir en Colombia desde el año 2009, se cuenta con tres fondos para elección de los afiliados, solamente pueden seleccionar uno de los fondos.

Al igual que los otros países si el afiliado no elige se asigna automáticamente a uno de los fondos, todos los hombres mayores de 57 años y mujeres mayores de 50 años deben trasladar sus recursos al fondo más conservador, en el cual se mantendrán durante toda su etapa de acumulación o disfrute de beneficios.

4. MODELO INVERSIÓN EN OBRA PÚBLICA

Las operadoras de pensiones según Mata (2013) tienen la responsabilidad social de participar en el desarrollo de Costa Rica y su economía. La realidad es que existe una preocupante brecha en materia de obra pública y, para mantenerse al ritmo de la competitividad mundial, es necesario cerrarla. El Estado requiere apoyo en cuanto a financiamiento, gestión y capital humano para lograrlo.

La obra pública juega un importante papel en la inversión del país, ya que cuando es suficiente y correctamente asignada, constituye un factor dinamizador de la inversión del sector privado y, por lo tanto, amplifica el potencial de crecimiento futuro que el país puede esperar del proceso de formación de capital.

4.1. Descripción general del modelo

“Los fondos de pensiones deben garantizar que sus decisiones de inversión beneficien a las personas que han depositado su confianza en ellos como administradores de sus recursos” (Tuesta, 2013)

Solórzano (2013, p.32) la misión es pagar las mejores pensiones a sus afiliados y las inversiones en infraestructura son las que generan mayor rentabilidad e implican menores riesgos para los portafolios.

Según Villalobos (2013) un mayor esfuerzo estatal debe estar acompañado de inversión privada para satisfacer la demanda actual y futura. Los proyectos de infraestructura son apetecibles para los fondos de pensiones, debido a su horizonte de largo plazo y a la posibilidad de generar un flujo predecible a través de las garantías que ofrece el Estado. Es impensable creer que se invertirá el 100% de su portafolio en obra pública. Esto dependerá de su propia política de manejo de inversiones, ya sea directa o mediante mecanismos indirectos, en renta fija o deuda.

“La inversión en infraestructura es estratégica debido a su relación con el crecimiento económico: incrementa la productividad, incentiva la competitividad, genera empleo formal y aumenta la cantidad de cotizaciones a los sistemas de seguridad social. A su vez, la confluencia de dichos factores asegura el pago futuro de las prestaciones a los jubilados, en el caso de que se utilicen fondos de pensiones para financiarla” (Solórzano, 2013)

“Los fondos de pensiones ya han financiado infraestructura de manera directa, a través de la compra de instrumentos y, de manera indirecta, con la adquisición de certificados de bancos o entidades del Estado, cuyas captaciones terminan financiando infraestructura” (Solórzano, 2013).

4.2. Fases de la inversión en obra pública

Solórzano (2013) indica que la inversión en obra pública debe cumplir distintas fases o etapas sin embargo, no en todas deben participar los fondos de pensiones. Las etapas se detallan a continuación:

- **Planificación:** En la cual se hacen los estudios para medir la factibilidad del proyecto.
- **Gestión contractual:** Una vez que el proyecto pasa el filtro de la factibilidad, se procede a realizar los concursos para la adjudicación de los contratos respectivos.
- **Construcción:** El contrato adjudicado debe ser supervisado durante la construcción con el fin de que se tenga la obra que se planificó y contrató.
- **Operación:** Tras finalizar la construcción, inicia la etapa de operación.
- Los fondos de pensiones pueden participar de manera directa o indirecta en todas o solo algunas de estas etapas.

La planificación, por ejemplo, no es responsabilidad de los fondos. En esta etapa participan otras instituciones del Estado, que son las encargadas de determinar y dar solución a las necesidades actuales y futuras de infraestructura, así como determinar dónde están las prioridades o el interés estratégico de desarrollo. Sin embargo, las entidades participantes, como podría ser el caso de los fondos de pensiones, deben estar atentas al análisis de esta planificación.

Aunque la gestión contractual tampoco es resorte de los fondos de pensión, estos sí deben permanecer atentos, como aliados del proyecto, a las empresas en las que recaen las obras y sus capacidades para acometerlas.

Las etapas siguientes sí demandan mayor protagonismo de los fondos, ya sea financiando parte del proceso constructivo o la operación de la obra en el largo plazo.

El financiamiento, a largo plazo, de obras con fondos destinados a pagar jubilaciones demanda un adecuado esquema de garantías y seguros, que sirva de contrapeso a la incertidumbre y los riesgos asociados con la variación de condiciones o la concurrencia de eventos inesperados a lo largo del periodo.

4.3. Proyectos de financiamiento de obra pública

Uno de los proyectos de infraestructura más importantes para el país es el fideicomiso para el financiamiento del corredor vial San José-San Ramón, según el proyecto de ley en este fideicomiso pueden participar los fondos de pensiones.

Según Solórzano (2013) otro caso es el de los títulos de fideicomiso de obras emitidos por el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) (Cariblanco, Garabito, Peñas Blancas) en los cuales muchos fondos de pensiones participaron. Es una iniciativa que generó electricidad, productividad, empleo y crecimiento económico, en una dinámica de “círculo virtuoso”.

4.4. Aplicación del modelo en Latinoamérica

Países como Brasil, Colombia, Chile, México y Perú han invertido los fondos de pensiones en infraestructura. Costa Rica deberá analizar cuáles son sus posibilidades de diversificación para garantizar mejores equilibrios entre rendimiento y renta.

“Las experiencias de inversión en infraestructura pública en Latinoamérica demuestran que se pueden generar beneficios sociales y económicos sustanciales, pero solo a través de un proceso gradual y estratégico que exige madurez institucional y de los mercados de capitales” (Tuesta, 2013, p.7).

Según Tuesta, Latinoamérica enfrenta grandes necesidades en materia de infraestructura. Los países del Sudeste Asiático invierten en carreteras cerca de 10 veces más que las naciones latinoamericanas, en sectores como electricidad y telecomunicaciones las brechas son menores, pero igualmente elevadas (2013, p.9).

“En comparación con otras geografías (ejemplos de fondos australianos que invierten un 30% de su portafolio o fondos canadienses que llegan al 10%), los fondos de pensiones latinoamericanos invierten, en total, cerca del 1,4% de su portafolio en infraestructura” (Tuesta, 2013, p.14).

4.5. Proyecto de ley

Reforma a la ley N ° 7531 del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional, Expediente N. 18.888: el proyecto de ley en análisis permitirá utilizar los recursos acumulados del Régimen de Capitalización Colectiva del Magisterio Nacional, para invertir en obra pública; inversión que no puede superar el 40% del Fondo de Capitalización, y que debe efectuarse procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez.

Con la iniciativa se busca incrementar los rendimientos de los dineros mediante la diversificación del portafolio, y evitar al máximo depender de las políticas de captación, definidas para el mercado financiero y bursátil por parte del Ministerio de Hacienda y Banco Central, además se busca contribuir en el avance del país y bajo una supervisión rigurosa.

Igualmente el proyecto propone ampliar los créditos, no solo a los trabajadores del sector educativo, sino a los empleados del sector público a los cuales se les puede rebajar de planilla las cuotas de los préstamos.

5. DEFINICIÓN DE LA SITUACIÓN AL 30 DE MARZO DEL 2015 DEL RÉGIMEN DE IVM ADMINISTRADO POR LA CCSS

5.1. Generalidades

El IVM, es uno de los principales regímenes de pensión del país, el cual cubre trabajadores asalariados e independientes. (Robles, 2013, pp.99-100)

El objetivo del IVM es que los beneficiarios puedan acceder a una pensión para jubilarse, tras haber aportado durante una determinada cantidad de años o de números de cuotas. Badilla y Díaz (2013, p. 208

Según lo anterior, el IVM al convertirse en la futura fuente de ingresos de las y los trabajadores costarricenses, debería administrarse de tal manera que permita forjar un fondo lo suficiente robusto como para cubrir a toda la población jubilada en los siguientes años tomando en cuenta variables económicas, sociales y demográficas que puedan afectar la composición del mismo.

Sin embargo según análisis actuariales realizados esto no ha ocurrido y por el contrario el IVM se encuentra en una situación de crisis que ha provocado que este se deteriore considerablemente en los últimos años y corriendo el riesgo de desaparecer. Tal y como lo expresa Robles (2013, p. 46) “la ineficiencia administrativa y la disminución de las reservas económicas provenientes de la inversión de los recursos en activos públicos o privados, las estimaciones actuariales imprecisas, sobredimensionadas de los ingresos y subestimadas del gasto, entre otras; apuntan a un deterioro inevitable y de escasez de recursos económicos para con las obligaciones de los afiliados y la sostenibilidad del sistema nacional de pensiones”.

Es por lo anterior que en esta sección se aborda la situación actual por la que está pasando el IVM con el objetivo de entender los principales aspectos que provocaron la actual crisis y las estimaciones actuariales para el mismo, con el fin de abordar, en secciones subsiguientes de este proyecto,

alternativas que podrían llegar a plantearse en caso de que el IVM desaparezca.

5.2. Antecedentes De Problemática

5.2.1. Antecedentes: De la Administración

La situación de crisis que vive actualmente el IVM es producto de una serie de acontecimientos gestados en años anteriores, los cuales se puede decir venía dando una alerta sobre las deficiencias tanto en su administración como en su parte técnica. Así lo menciona Robles (2013, pp.100-101) recalcando algunas acciones de las décadas de los 90's y 80's por contribuir a mejorar el fondo:

- Los régimen de pensión han tenido que hacerle frente a diversos problemas y falencias, principalmente debido a que no fueron diseñados con apego a la técnica, han presentado dificultades de cobertura, costos crecientes, escasa capitalización y serios problemas en su gestión, aunado a otras dificultades como las crisis económicas y fiscales, y los cambios demográficos y sociales.
- La inflación que se dio en la década de los años 80 generó que los regímenes de pensión obtuvieran una tasa real de rendimiento negativa, situación que dificultaba la recuperación de las reservas de los fondos, mientras que en sentido contrario la concesión de los beneficios inevitablemente presentaba una tendencia a crecer, pues las pensiones estaban indexadas a la inflación. Esto creó descalce entre los beneficios y los aportes.
- En la última década del s.XX con el objetivo de mejorar las finanzas públicas y satisfacer la necesidad de racionalizar los gastos se promovieron reformas tales como: Proyecto de Emergencia sobre los Regímenes de Jubilación y Pensiones con cargo al Presupuesto Nacional (1992), Regímenes Privados de Pensiones Complementarias y Reformas de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y del Código de Comercio (1995) y la Ley de Protección

al Trabajador que permitió la creación del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias (2000).

- En el año 2005, de acuerdo a se realizó una reforma al IVM, que tuvo entre sus objetivos principales restaurar la sostenibilidad financiera del régimen. Por ello incluyó, entre otras, un aumento en el número de cotizaciones necesarias para que él trabajador se jubile a los 65 años (aunque creó la modalidad de retiro anticipado) así como un incremento gradual en las tasas de cotización, a partir del 2010 y con incrementos cada cinco años hasta el 2035. Sauma (2013, p. 22).

5.2.2. Antecedentes: De la Composición

En relación a la composición del modelo del IVM, el mismo se clasifica como multi-pilar donde el riesgo se diversifica de manera más eficiente, sin embargo no se puede omitir los riesgos individuales que impactan cada componente ya que de hacerlo el IVM se afectaría de manera negativa: El Pilar de beneficio está altamente expuesto a riesgos como el envejecimiento de la población, el desempleo y las presiones de naturaleza política, aspectos que afectan menos o podrían no afectar del todo al pilar de contribución definida. Por otro lado, en condiciones de alta inflación y crisis en el mercado financiero, los riesgos a que se ve expuesto el pilar de contribución definida son mayores que los que enfrenta el pilar de beneficio definido. (Robles, 2013, p. 101).

5.2.3. Antecedentes: De la Cobertura

Según Sauma (2013, p. 23.) señala en el Informe de Estado Nación del 2012 que la cobertura que tenía el IVM era de 68,6% a Julio de ese año, sin embargo Robles (2013, p. 103) en su informe Regímenes de Pensión en Costa Rica señala que entre los períodos 2004 al 2012 se dio un incremento en la cobertura, el cual es engañoso dado que más de una tercera parte de ese incremento fue resultado de un cambio metodológico en el cálculo de la población económicamente activa que efectuó el INEC a partir del 2010 y el

resto se debió a la afiliación de población no asalariada (trabajadores independientes y afiliados voluntarios,) con la que se tienen importantes problemas de cobro y morosidad.

Según lo anterior la cobertura del IVM no ha tenido un crecimiento real en los últimos años (desde el 2008 se encuentra estancada según Robles, 2013 p. 103), evidenciando que la misma no es suficiente para solventar a toda la población económicamente activa que aporta al régimen.

Por otro lado, un aspecto que ha contribuido a debilitar la cobertura del IVM es que los trabajadores asalariados están legalmente obligados a cotizar para un sistema de pensiones; al igual con los no asalariados, pero por no tener un patrono deben realizarlo directamente, algo que no todos hacen (Robles, 2013, p. 104). Aunque por ley los trabajadores no asalariados deberían cotizar al régimen, la CCSS no cuenta con las herramientas necesarias para controlar la afiliación de este sector así como de las aportaciones que deberían hacer.

Por otro lado se debe tomar en cuenta el sector de la población costarricense que cuenta con trabajo informal, el cual su capacidad de contribuir o aportar al régimen es mucho menor a la de un trabajador formal.

5.2.4. Antecedentes: De las Valuaciones Actuariales

Según Torres Jimenez (2013, p. 1) de acuerdo a la Asociación Internacional de la Seguridad Social una valuación actuarial trata de la solvencia a largo plazo de un régimen de seguridad social. La valuación determina si los ingresos y los egresos están equilibrados en el futuro bajo el sistema financiero existente. Así pues, la valuación actuarial es la prueba fundamental de la viabilidad financiera de un régimen de seguro social e indica si el sistema de financiamiento que se aplica y el nivel planificado para las cotizaciones pueden mantenerse.

Para realizar la valuación el actuario requiere de insumos suministrados por el régimen entre estos se pueden mencionar edad de jubilación, tiempo de servicio, salario de referencia, tasas de remplazo, tope de pensión, tasa de crecimiento de salarios, composición de las inversiones, población activa y pasiva con fechas de ingreso y nacimiento, beneficiarios, salario, tablas de mortalidad, invalidez, entre otros (Robles, 2013, p. 104). Lo que quiere decir que las valuaciones se encuentran basadas en factores demográficos, sociales y económicos, los cuales si no se reflejan o bien los impactos de sus cambios no se reflejan en el diseño del régimen el mismo podría tener problemas de sostenibilidad.

5.3. Problemática Actual:

5.3.1. Situación del Régimen de IVM

Noticias recientes han hecho público la situación de crisis que vive hoy el IVM. El Semanario Universidad (Octubre 2014) en su nota “Superintendente Edgar Robles: Crisis del fondo de pensiones de la Caja se adelantó a lo previsto” deja en evidencia que el riesgo financiero para el IVM ha aumentado. De acuerdo a las declaraciones dadas por el Superintendente, el fondo de pensiones de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS entró en crisis antes de lo que se había previsto, mientras que el fondo de pensiones y jubilaciones del Poder Judicial es insostenible y en dos años la crisis se manifestará.

SUPEN, entidad encargada por ley de fiscalizar los sistemas de pensiones, había calculado que a finales del 2015 el IVM (con un fondo de inversiones de $\text{Q}1,2$ billones) comenzaría a “comerse” los intereses de lo invertido, pero eso empezó a ocurrir en el 2009.

En su caso El Financiero (Marzo 2015), mencionó en noticias recientes que la pensión bajará en tres años a un 40% del salario promedio debido a que el ROP no cubrirá el faltante de reducción que sufrirá el IVM a partir del

2015, lo cual deja entre ver como las deficiencias del diseño del IVM está impactando no solo a las poblaciones pronto a jubilarse si no también a las futuras.

Relacionado a lo anterior y desde un aspecto más técnico, Robles (2013, pp. 108-109) explica que las distintas valuaciones actuariales señalan que el régimen es deficitario e insolvente en el mediano y largo plazo, así como que el mismo tiene problemas de diseño que requieren ser solucionados, de lo contrario la viabilidad del régimen en el largo plazo se encuentra seriamente amenazada, como se explica a continuación:

- EL IVM fue creado en 1947 cuando el país tenía tasas de natalidad elevadas y baja población de adultos mayores, contrario a la actualidad donde ha habido un crecimiento en la esperanza de vida y una baja en la tasa de natalidad lo que ha provocado que los partícipes activos disminuyan y los pensionados aumenten.
- Según SUPEN, la mujer aporta para su pensión un 52% y el hombre un 58%, el resto es financiado por los afiliados activos. Esto quiere decir que los trabajadores que se pensionan reciben un beneficio mayor al que realmente correspondería de acuerdo con las cotizaciones realizadas de su vida laboral. Según lo anterior esto perjudica al régimen ya que las aportaciones no son equitativas y por lo tanto no son las suficientes para garantizar la solvencia del fondo.
- El IVM ha sufrido varias reformas, con el objetivo de aumentar su cobertura y otras tendientes a modificar el perfil de beneficios y requisitos, la última, vigente desde el año 2005 no fue suficiente y en la actualidad, los ingresos que financian el sistema están creciendo a una tasa menor al crecimiento de los gastos y por lo tanto los aportes no son suficientes como para pagar pensiones a los afiliados que se jubilen en los próximos años.
- Por otro lado el IVM no ha tenido una correcta administración evidenciado en el incremento de los costos administrativos relacionados el régimen.

- También el fondo presenta deficiencias de control interno y riesgos operacionales tales como evasión, morosidad, ausencia de registros auxiliares, plataforma informática desactualizada, entre otros.
- El portafolio de inversiones del IVM enfrenta riesgos de concentración ya que a agosto del 2012 el 91,7% se encuentra invertido en Gobierno y Banco Central.
- Cabe recalcar que los cambios demográficos no tomados en cuenta en el diseño del IVM han tenido gran influencia en el deterioro del fondo, ya que al haber un descenso en las tasas de natalidad y un aumento en la esperanza de vida ocasiona que la población económicamente activa que puede aportar al fondo disminuya afectando así el pago de los beneficios a la población pensionada.

También Robles (2015, p. 87) en su obra “15 años de la Ley de Protección al Trabajador” deja claro que para que un sistema de contribución definida funcione debe haber una masa de trabajadores que ingresen a la fuerza laboral que supere en forma creciente a los trabajadores que deciden pensionarse y en caso de que esto no sea factible los sistemas se pueden sostener si en el tiempo las cuotas de pensión son crecientes, la edad de pensión incrementa o el monto que se recibe como pensión se reduce. Sin embargo estas medidas son viables si las condiciones económicas van mejorando de forma sustancial con el transcurrir del tiempo, así como las condiciones laborales para las personas adultas mayores.

Según lo anterior y relacionando las fallas del IVM descritas previamente, las condiciones necesarias para que el fondo sea sostenible no se han dado.

5.3.2. Valuaciones Actuariales

Las valuaciones actuariales que se le han hecho al IVM arrojan resultados poco alentadores, ya que sostienen que el mismo es deficitario e insolvente a mediano y largo plazo.

Torres (2013, p.27) en la Valuación Actuarial de Largo Plazo del Seguro de Pensiones de IVM de la CCSS señala lo siguiente:

- Los resultados obtenidos con las proyecciones del escenario base establecen períodos de estabilidad financiera por un plazo cercano a las tres décadas.
- Se proyecta que para el año 2038 los ingresos netos se vuelven negativos mientras que la reserva se agotaría hacia el año 2042.
- Para la relación entre Reserva/Gasto las proyecciones reflejan valores satisfactorios ya que este se mantiene positivo hasta inclusive en el año 2041. Lo cual resulta promisorio, dado que en razón del esquema vigente, antes del 2035 deberán acordarse nuevos escalones.
- En promedio, el régimen continúa funcionando como de capitalización hasta el año 2045 \pm siete años, lo cual depende básicamente de la cobertura, el incremento medio de los salarios a largo plazo y el rendimiento real promedio de largo plazo de las inversiones.

Por otro lado Robles (2013, p. 112) indica que los estudios actuariales realizados por la Dirección Actuarial de la CCSS y la Organización Internacional del Trabajo (OIT) dan diferencias irreconciliables con lo que se ha observado en la realidad esto demostrado en que:

- Cuando se comparan las proyecciones de gastos e ingresos de la CCSS y OIT se descubre que por ejemplo en ambos estudios los gastos se han subestimado hasta un 15% y los ingresos se han sobre estimado en más de 100%.
- El estudio de la OIT, ya con las reformas aprobadas en el año 2005 indica que los ingresos por cuotas son insuficientes para cubrir los gastos del régimen entre los años 2027 y 2028 donde la relación entre ingresos y gastos es de 1,01. No obstante la preocupación de la SUPEN se fundamenta en que esa relación se observó en cada año del 2009 al 2012.
- SUPEN ha determinado que en Costa Rica el 70% de los hombres y mujeres se pensionan al alcanzar 62 y 60 años, respectivamente. Sin embargo, la

CCSS y la OIT, en la valuación actuarial del 2008, asumieron en sus estudios que solo el 16% de los hombres y el 9% de las mujeres se pensionan a esa edad, al indicar que una mayor cantidad de pensionados ocurre después de los 69 años, según OIT, o 76 años, según la CCSS. Este supuesto invalida los resultados de estos estudios, pues al utilizarlo se genera una sobrestimación de los ingresos por concepto de contribuciones y una subestimación de los gastos por pensión. En la actualidad se estima que la edad promedio de retiro es de 63,5 años.

En vista de lo anterior, al hacer uso de hipótesis que no se acercan a la realidad nacional para realizar valuaciones actuariales, se puede concluir que las mismas arrojan resultados poco reales sobre la sostenibilidad del IVM haciendo creer que el mismo se puede mantener por tres décadas más, restando interés al Gobierno para que tome acciones inmediatas para corregir las deficiencias que se presentan.

Sin embargo aún cuando los diferentes estudios actuariales, tanto de la CCSS y de la OIT, reflejan variación en cuanto a los años específicos en que el IVM enfrentaría dificultades todas llegan a la misma conclusión: el fondo de pensiones del IVM enfrentará problemas en el corto plazo.

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

El presente capítulo presenta los principales conceptos metodológicos utilizados para realizar el estudio, se detallan en este apartado los tipos de investigación aplicados, los sujetos y fuentes de información tanto primarias como secundarias, técnicas de investigación aplicadas en el proyecto, el método y proceso de recolección y análisis de datos.

1. TIPOS DE INVESTIGACIÓN

Para el presente proyecto se utilizaron varios tipos de investigación, estos marcan la línea de metodología que se utilizó para el desarrollo del mismo. A continuación se detalla sobre cada tipo utilizado:

1.1. Investigación documental

Para el estudio se realizó investigación documental, a nivel de revistas económicas nacionales, publicaciones de entes reguladores tales como la SUPEN y demás participantes en el mercado de las pensiones, en busca de respaldos documentales que resultasen útiles en el desarrollo de la investigación y para establecer el marco teórico del proyecto.

1.2. Investigación descriptiva

Este tipo de investigación se aplica en la caracterización actual de Los Fondos de Pensión Complementaria del país, mediante la descripción de los elementos fundamentales del mismo.

1.3. Investigación exploratoria

Se utiliza la investigación exploratoria en el planteamiento de las posibles tendencias a futuro de las pensiones complementarias.

2. FUENTES Y SUJETOS DE INFORMACIÓN

2.1. Fuentes de información

Para el proyecto, se utilizaron fuentes primarias tales como documentos oficiales de instituciones públicas, proyectos de ley, leyes, reglamentos y libros especializados en materia de pensiones. Además entre las fuentes secundarias consultadas se encuentran artículos sobre la situación de los Fondos de Pensión en Costa Rica publicados en revistas y periódicos nacionales.

2.2. Sujetos de información

Para el proyecto se utilizó como sujeto de información al actuario y experto en pensiones, seguros y riesgo Sergio Roldán Roldán, colaborador de la Sociedad de Seguros de Vida del Magisterio Nacional de Costa Rica.

Se entrevistó con el fin de conocer su criterio sobre la tendencia y las características de los Fondos de Pensión en Costa Rica.

3. RECOLECCIÓN DE DATOS

El método utilizado para la recolección de datos fue una entrevista semi-estructurada al especialista mencionado anteriormente. El instrumento se encuentra en el Apéndice 1.

4. PROCESAMIENTO DE DATOS

La investigación realizada recopiló tanto datos cualitativos como cuantitativos, en el caso de los últimos para su procesamiento se utilizaron diferentes funciones estadísticas de Microsoft Excel 2010 y así obtener las diferentes relaciones y tendencias de los mismos.

CAPÍTULO IV

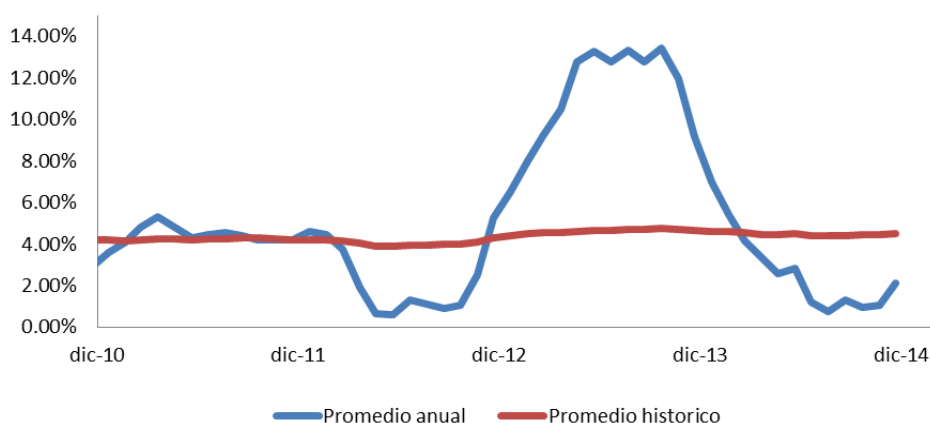
CARACTERIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN COMPLEMENTARIA

El presente capítulo contiene las principales características de los diferentes Fondos de Pensión Complementaria administrados por las operadoras de pensiones. La caracterización realizada se centra básicamente en rentabilidad, costo promedio per cápita, aporte promedio anual, afiliados por año, composición de las carteras de inversión tanto por sector, emisor y plazo, entre otros.

1. RENTABILIDAD PROMEDIO REAL DE LOS FONDOS DE PENSIÓN COMPLEMENTARIA

1.1. ROP

Gráfico 1
RENDIMIENTO ANUAL E HISTÓRICO
PROMEDIO DEL ROP
Términos Relativos
Diciembre 2010 a Diciembre 2014



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

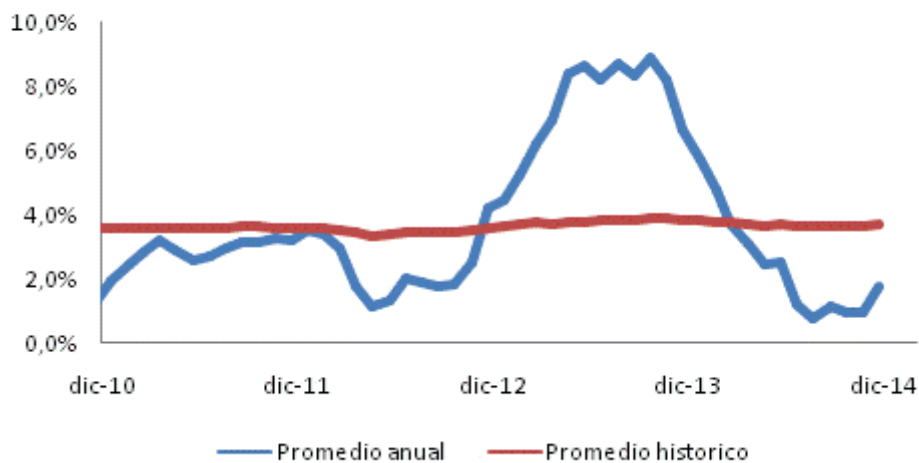
En el Gráfico 1 se puede observar las tasas de rendimiento promedio real que ha tenido el ROP desde el 2010 hasta el 2014, basadas en las diferentes tasas reportadas por las operadoras de pensiones. La línea azul

representa el rendimiento anual real el cual se obtiene promediando las tasas de los últimos 12 meses, dicho dato se ha mantenido alrededor del 5,10%. Cabe recalcar que desde el 2010 hasta el 2013 el rendimiento promedio anual real presentó una tendencia a aumentar ya que para el primer año cerró con 2,88% y para el segundo con 9,15%, sin embargo para el 2014 cae a 2,12%, es decir alrededor de 7 puntos porcentuales menos.

En el caso del rendimiento promedio histórico real (representado por la línea roja) el cual considera los datos desde la creación de los Fondos de Pensión Complementaria (2001), se encuentra al 2014 en 4,48% que comparado con el anual a Diciembre 2014 es mayor. Lo que demuestra que el rendimiento anual se ve más afectado por fluctuaciones al considerar menos datos para su cálculo.

1.2. VOL A

Gráfico 2
RENDIMIENTO ANUAL E HISTÓRICO
PROMEDIO DEL VOL A
 Términos Relativos
 Diciembre 2010 a Diciembre 2014



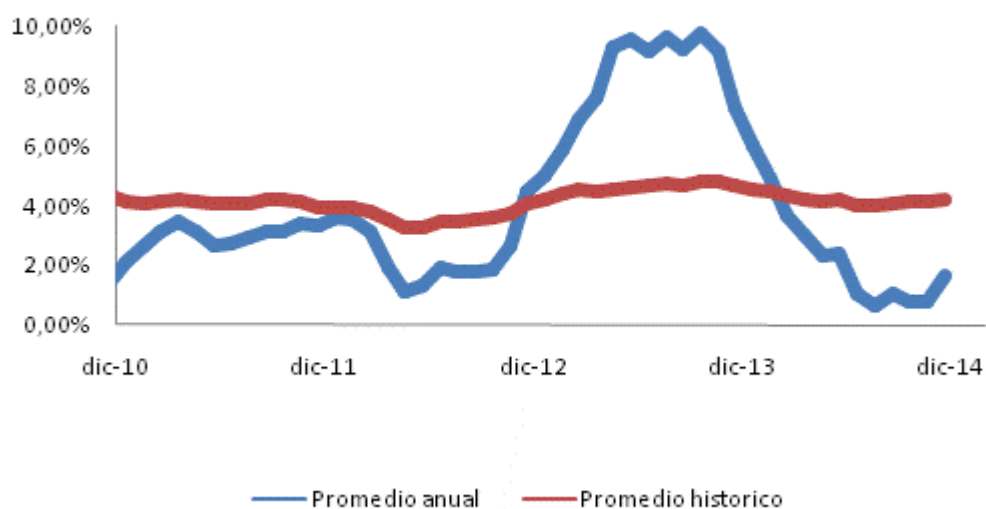
Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Según el Gráfico 2, el rendimiento promedio histórico real se ha mantenido entre un 4% y 5%, desde diciembre de 2010 hasta diciembre 2014, lo que significa que los afiliados se garantizan que sus rendimientos están por encima de la inflación y que además sus ganancias han aumentado durante ese período.

En cuanto al rendimiento promedio anual real, este mostró una tendencia creciente desde diciembre de 2010 hasta diciembre de 2013, presentando su máximo promedio en 10,63%. Durante el 2014 su tendencia empezó a disminuir llegando a 0,96%, pero a finales del período presentó signos de recuperación, cerrando a diciembre de 2014 en 2,16%.

1.3. VOL B

Gráfico 3
RENDIMIENTO ANUAL E HISTÓRICO
PROMEDIO DEL VOL B
Términos Relativos
Diciembre 2010 a Diciembre 2014



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

De acuerdo con el Gráfico 3 el rendimiento promedio anual real mostró una tendencia alcista hasta diciembre de 2013, alcanzando 11,75%, pero en

el inicio del año 2014 su tendencia empezó a disminuir iniciando con un 7,24% y llegando hasta un 0,74%, sin embargo al final del periodo presentó una mejora, cerrando a diciembre de 2014 en 1,95%.

El rendimiento promedio histórico real se ha mantenido entre un 5% y 6%, desde diciembre de 2010 hasta diciembre 2014, por lo tanto sus afiliados se ven beneficiados con una tasa de rendimiento por encima de la inflación.

Es importante recalcar que el VOL A y el VOL B tienen similitudes entre sus tendencias, tanto en el rendimiento promedio anual real y el rendimiento promedio histórico real, esto se debe a que son fondos de pensión complementaria muy parecidos y que además las OPC invierten en instrumentos similares.

1.4. ANÁLISIS RIESGOS

A nivel de riesgo en cuanto a los rendimientos de los fondos en cuestión se podría presentar un incremento en la inflación del país. Este efecto generaría un rendimiento real menor, al aplicar a las tasas nominales el efecto del incremento en el costo general de vida a nivel país.

En caso contrario también se podría presentar un escenario en el cual los rendimientos nominales de los fondos no sean mayores a la inflación del país, lo cual generaría un rendimiento real negativo.

Adicionalmente se genera un efecto de incertidumbre ocasionado por la inestabilidad presentada en la tasa de rendimiento anual, la cual es utilizada generalmente por los afiliados como parámetro de selección sobre que operadora administra sus fondos. Es decir, la variable de rendimiento para la toma de decisiones se ve afectada por efectos temporales (plusvalía de títulos, aumento de demanda de una emisión, variaciones en la tasa de interés, tipo de cambio) de corto plazo que no reflejan una tendencia sostenible.

2. CAMBIO EN SALDO

2.1.ROP

Cuadro 1
VARIACIÓN DEL FONDO ACUMULADO DEL ROP
POR AÑO VS VARIACIÓN EN AFILIADOS
Términos Absolutos
A Diciembre 2014

Año	Variación del Fondo Acumulado por Año	Variación de Afiliados por Año
2011	270.414.448.079,00	113.667,00
2012	473.593.314.938,00	129.953,00
2013	457.310.939.149,00	83.906,00
2014	520.099.870.346,00	82.904,00

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
Nota: Cifras en colones

De acuerdo al Cuadro 1 se puede observar la variación en el fondo acumulado del ROP año tras año desde el 2010. El cambio más significativo se da en el 2012 donde el valor del fondo varía en ¢473.593.314.938,00 versus ¢270.414.448.079,00 que varió para el 2011. En los dos años siguientes que corresponden a 2013 y 2014 el cambio en el fondo del ROP no es tan significativo como el año 2012, sin embargo presentan leves aumentos siendo el 2014 el más alto. En el caso de los afiliados, se puede observar que la variación tanto para 2013 y 2014 fue similar pero menor al 2012 y 2011.

2.2. VOL A

Cuadro 2
VARIACIÓN DEL FONDO ACUMULADO DEL VOL A
POR AÑO VS VARIACIÓN DE AFILIADOS
Términos Absolutos
A Diciembre 2014

Año	Variación del Fondo Acumulado por Año	Variación de Afiliados por Año
2011	5.606.412.859,00	(2.678,00)
2012	14.121.569.844,00	6.406,00
2013	12.212.489.628,00	(2.096,00)
2014	9.438.145.693,00	(5.315,00)

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
Nota: Cifras en colones

Según el Cuadro 2 las variaciones más altas que tuvo el fondo del VOL A se dieron en el 2012 y en el 2013 donde las mismas fueron de ¢14.121.569.844,00 y ¢12.212.489.628,00 respectivamente. Por otro lado en el caso del 2014 se puede notar que la variación en el acumulado fue mucho menor a los años anteriores, presentándose de igual manera una baja significativa en el número de afiliados.

2.3. VOL B

Cuadro 3
VARIACIÓN DEL FONDO ACUMULADO DEL VOL B
POR AÑO VS VARIACIÓN DE AFILIADOS
Términos Absolutos
A Diciembre 2014

Año	Variación del Fondo Acumulado por Año	Variación de Afiliados por Año
2011	2.253.699.753,00	295,00
2012	706.929.504,00	2.107,00
2013	1.230.508.047,00	(1.323,00)
2014	2.665.252.085,00	2.496,00

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
Nota: Cifras en colones

De acuerdo al Cuadro 3 se puede observar que los años con mayor variación fueron el 2011 y el 2014 donde las mismas fueron de ¢2.253.699.753,00 y ¢2.665.252.085,00 respectivamente, lo cual quiere decir que los fondos tuvieron aumentos significativos para esos períodos. En el caso de la variación en afiliados se podría decir que el aumento presentado en el 2014 de 2496 afiliados, compensa el impacto que causó la disminución de 1323 afiliados para el 2013.

2.4. ANÁLISIS DE RIESGOS

Existen diversos factores de riesgo que afectan de manera independiente a las dos variables, debido a que ambas no se encuentran directamente relacionadas entre sí.

A nivel del fondo VOL A existe la posibilidad de cierre de los planes al realizar un retiro anticipado total, esto ocasionaría una disminución tanto del saldo administrado como del número de afiliados. A su vez existe la posibilidad de traslado de afiliados y saldo hacia el fondo VOL B con la firma de una adenda al contrato.

El nivel de desempleo y empleo informal son elementos a considerar por parte de los administradores de los fondos de pensión complementaria debido a que un incremento en cualquiera de estos dos rubros generaría un efecto directo en los afiliados activos y el aporte de cada uno de ellos al fondo respectivo.

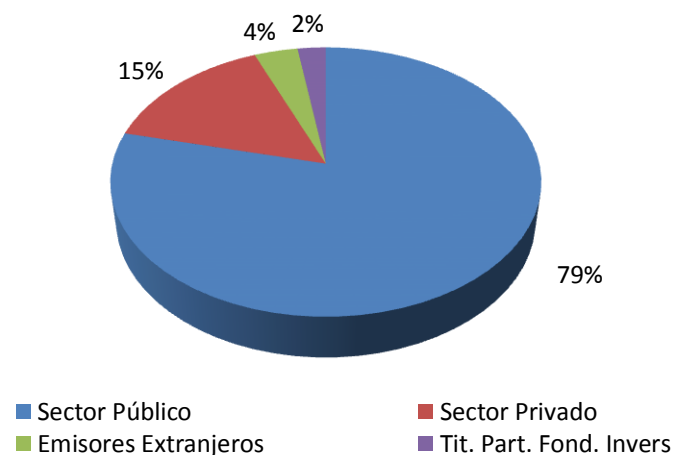
A nivel general (aplicable a todos los fondos analizados) se identifica por medio de criterio de experto el riesgo por el cambio demográfico en la composición de la pirámide poblacional, donde se invierte la base de la misma. Es decir existirán más personas pensionadas que aportantes en los fondos, lo cual incidirá directamente tanto en número de afiliados como en los saldos administrados.

3. COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

3.1. Composición por Sector

3.1.1. ROP

Gráfico 4
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL ROP
Términos Relativos
A Diciembre 2014

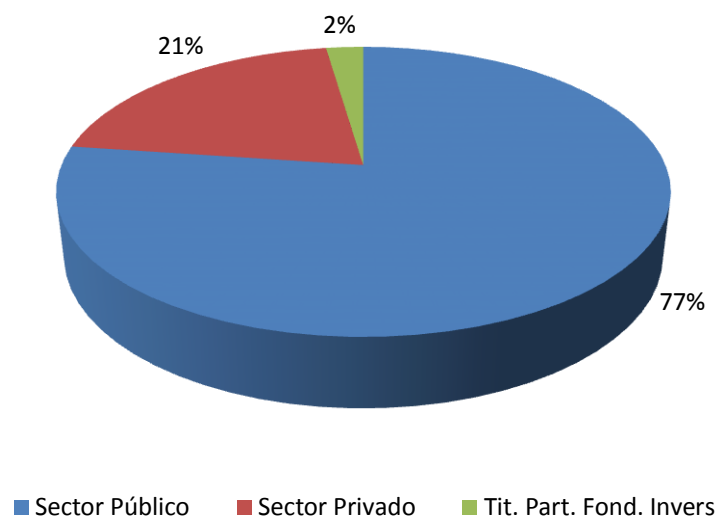


Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Según el Gráfico 4 se puede observar que la Cartera del ROP se encuentra compuesta principalmente por inversiones en el Sector Público, siendo este el 79% del total de la misma. Por otro lado, tan solo el 15% de los fondos se encuentra invertido en el sector privado y un 4% en emisores extranjeros.

3.1.2. VOL A

Gráfico 5
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL VOL A
Términos Relativos
A Diciembre 2014

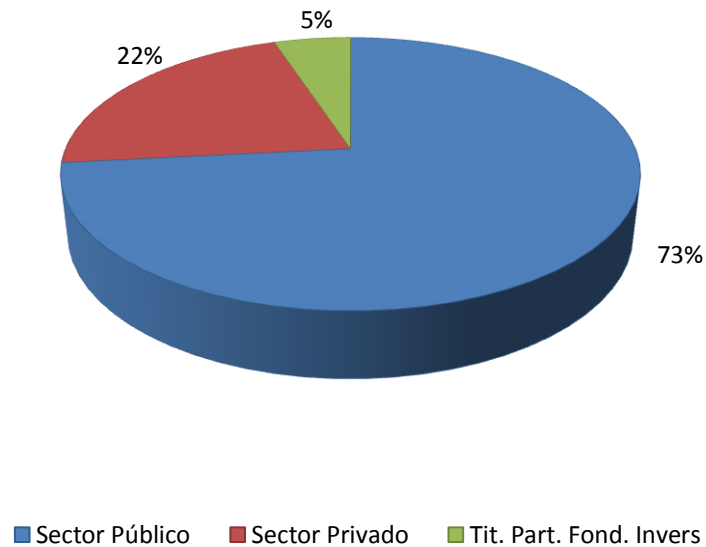


Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

De acuerdo al Gráfico 5 la cartera del VOL A se encuentra compuesta en su mayoría por inversiones en el sector Público, tal y como el ROP. Sin embargo en cuanto al sector privado este representa el 21% de la cartera de este fondo. Por otro lado, este Fondo de Pensión no cuenta con inversiones en Títulos de Participación en Fondos Inversión.

3.1.3. VOL B

Gráfico 6
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL VOL B
Términos Relativos
A Diciembre 2014



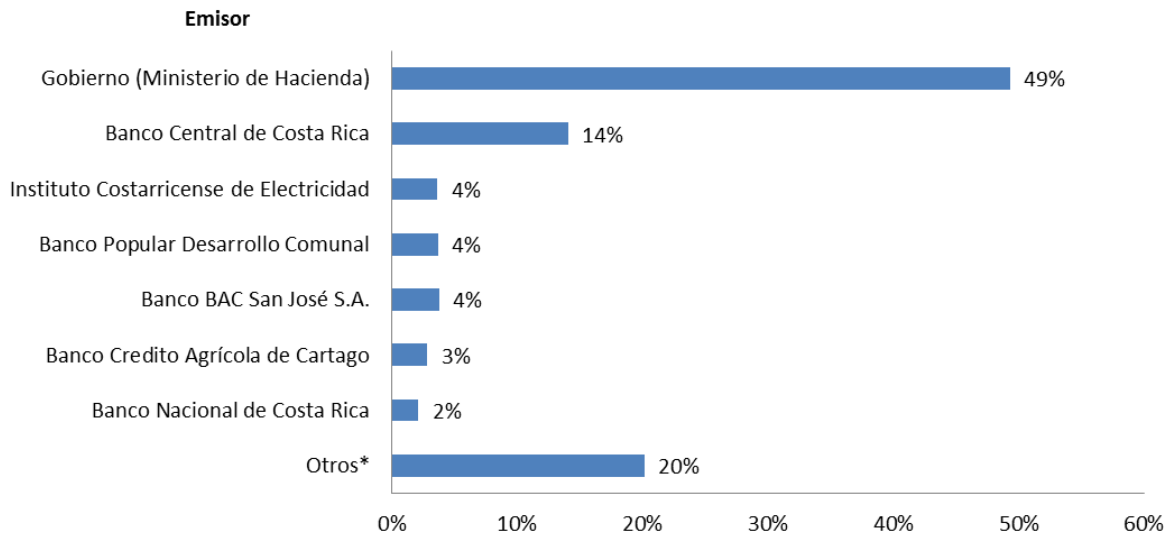
Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

En el Gráfico 6 se puede observar como al igual que los dos fondos de pensión anteriores, la cartera del VOL B se encuentra compuesta por un 73% de inversiones en el sector público y en cuanto al sector privado este representa un 22% del total.

3.2. Composición por Emisor

3.2.1. ROP

Gráfico 7
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL ROP
Términos Relativos
A Diciembre 2014



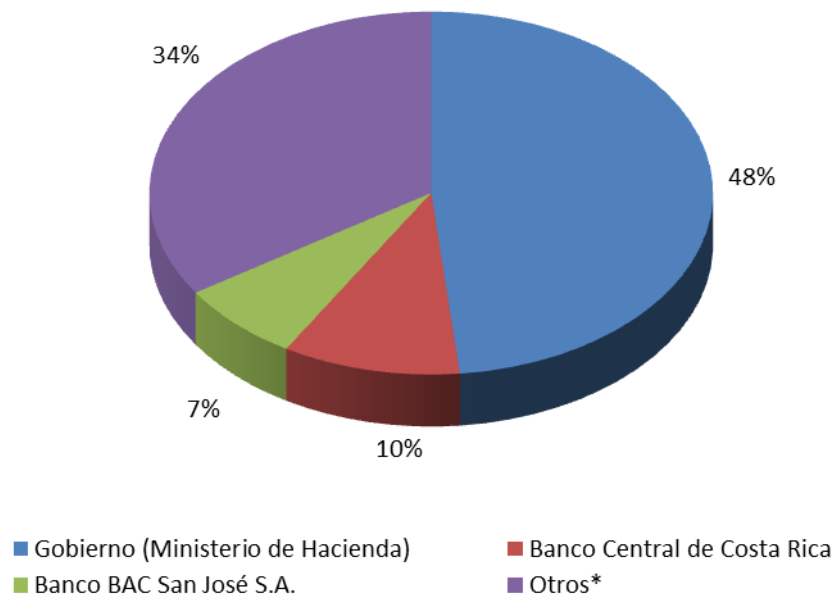
*Ver detalle de otros emisores en el apéndice 2

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Según el Gráfico 7 el 49% de la cartera del ROP se encuentra invertida en el Gobierno, seguidamente el Banco Central de Costa Rica con 14%, además el Instituto Costarricense de Electricidad, el Banco Popular Desarrollo Comunal y el Banco BAC San José S.A. poseen un 4% de la cartera cada uno. Posteriormente el Banco Crédito Agrícola de Cartago tiene un 3%, el Banco Nacional de Costa Rica un 2% y otras entidades financieras representan el 20% de la cartera.

3.2.2. VOL A

Gráfico 8
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL VOL A
Términos Relativos
A Diciembre 2014

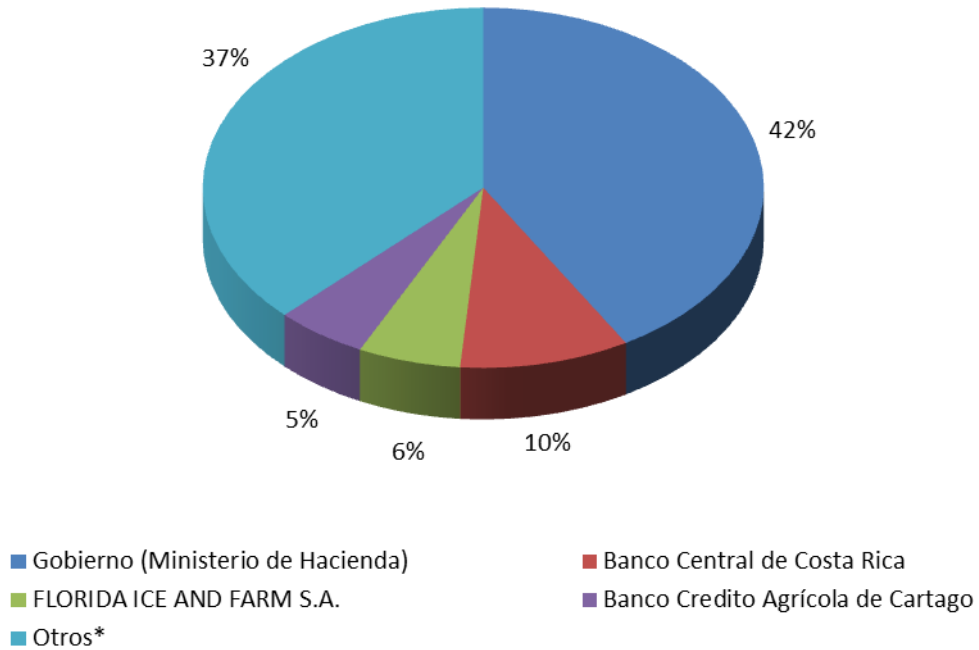


*Ver detalle de otros emisores en el apéndice 3
Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Según el Gráfico 8 la cartera del VOL A se encuentra compuesta principalmente por un 48% de inversiones en el Ministerio de Hacienda y en el Banco Central por un 10%. Además un 7% en el Banco BAC San José y finalmente otras entidades poseen un 34% de la cartera.

3.2.3. VOL B

Gráfico 9
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL VOL B
Términos Relativos
A Diciembre 2014



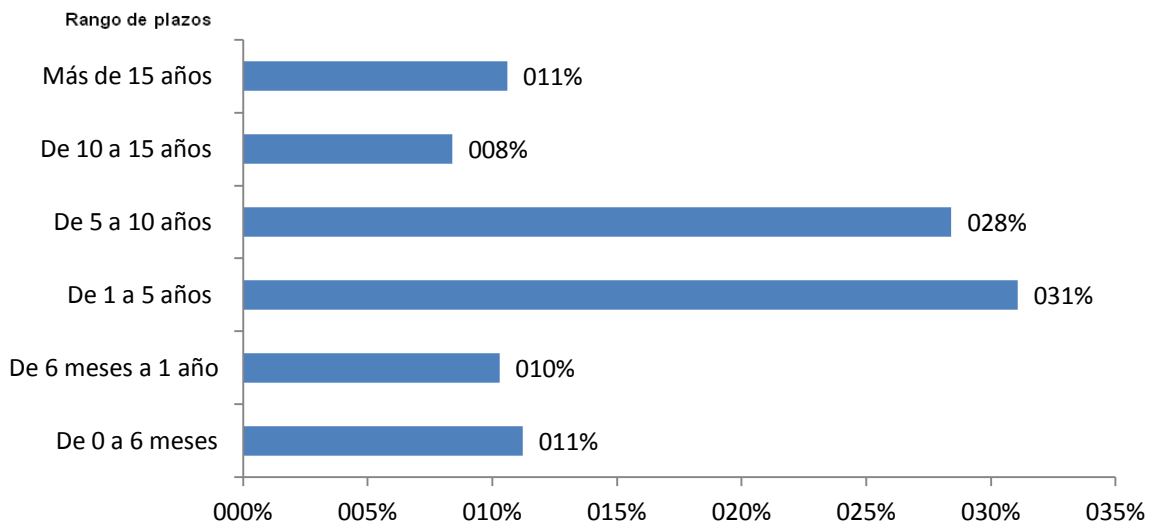
*Ver detalle de otros emisores en el apéndice 4
Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Como se observa en el Gráfico 9 de la cartera del VOL B se encuentra compuesta por un 42% de inversiones en el Ministerio Hacienda. Seguidamente el Banco Central de Costa Rica con un 10%, Florida Ice and Farm S.A. con un 6% y un 5% el Banco Crédito Agrícola de Cartago. Finalmente el 37% de la cartera se encuentra invertido en otras entidades.

3.3. Composición por plazo

3.3.1. ROP

Gráfico 10
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL ROP
Términos Relativos
A Diciembre 2014

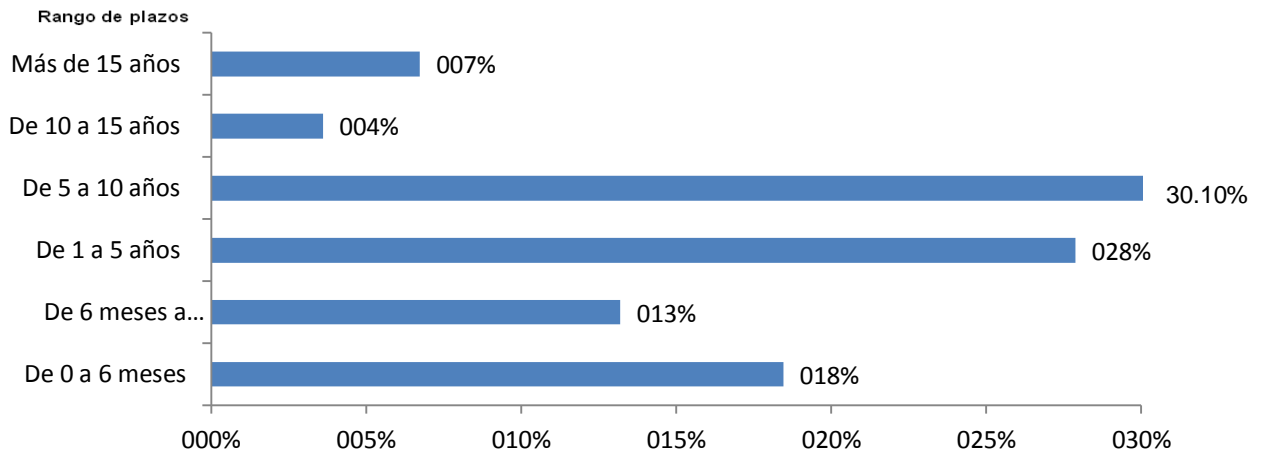


Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Según el Gráfico 10 se puede observar que la cartera del ROP se encuentra compuesta principalmente en plazos de un año a diez años, siendo este el 59% del total, además existen inversiones de 10 a más de 15 años, que representan el 19% total de la cartera. La razón porque la mayoría de la cartera se encuentra la largo plazo, es porque sus afiliados pueden retirar dicho fondo hasta obtener su jubilación. Por último, el 22% de la cartera se encuentra a corto plazo, de un año o menos, esto se debe por las necesidades de liquidez para enfrentar las obligaciones con los afiliados que se van jubilando.

3.3.2. VOL A

Gráfico 11
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL VOL A
Términos Relativos
A Diciembre 2014

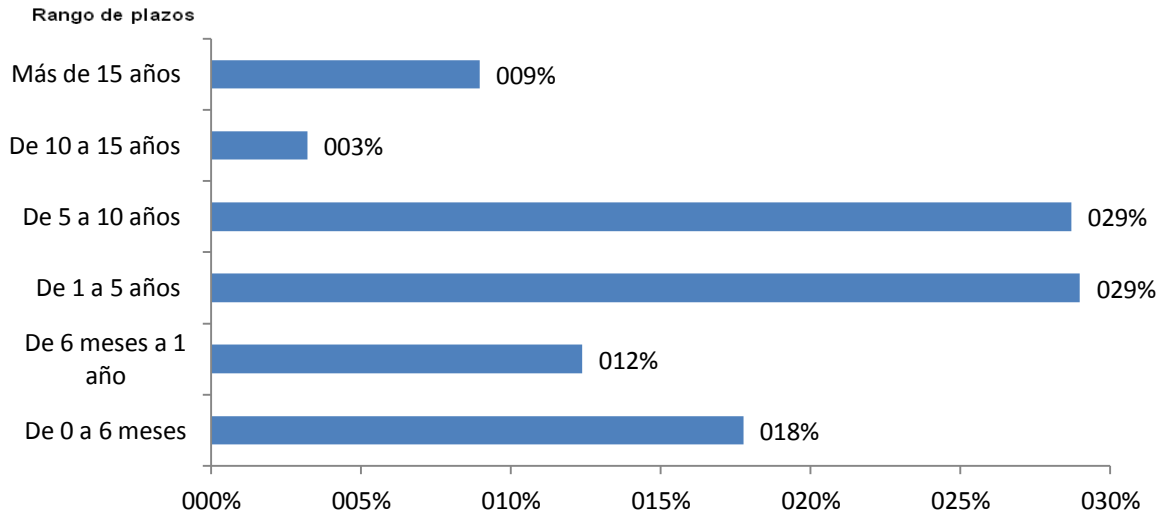


Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Como se muestra en el Gráfico 11 se determina que la cartera del VOL A, el 58% en su mayoría se encuentra invertida en plazos de un año a diez años, como se ha mencionado anteriormente estos fondos de pensión complementaria son a largo plazo, por su naturaleza de retiro. Es importante mencionar que el 32% de la cartera se invierte de cero a un año, la causa es porque el VOL A se puede retirar con anticipación y no necesariamente el afiliado se tiene que esperar hasta la jubilación, por lo tanto las necesidades de liquidez son mayores.

3.3.3. VOL B

Gráfico 12
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA
DEL VOL B
Términos Relativos
A Diciembre 2014



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

De acuerdo con el Gráfico 12, el 58% de la cartera total del VOL B está compuesta por plazos de un año a diez años, tanto en el ROP, el VOL A y el VOL B están en estos rangos. Además un 12% de la cartera se invierte a más de 10 años y finalmente el 30% se encuentra en rangos de un año o menos.

3.4. Análisis de riesgos

Al analizar la composición de la cartera se identifica como primer riesgo el riesgo de concentración, debido a que la mayoría de las inversiones se encuentran concentradas en emisores estatales lo cual es permitido por la normativa vigente pero no incentiva a los administradores a diversificar su cartera.

Como un segundo riesgo se detecta el riesgo sistémico, el cual consiste en que si se presentara una baja en las tasas de rendimiento de las inversiones ocasionaría un efecto generalizado sobre la totalidad de la cartera, ya que los administradores invierten en los mismos emisores, sectores y plazos.

Adicionalmente existe un riesgo de liquidez debido al complejo calce de plazos que deben realizar los gestores de inversión de los administradores de los fondos, los cuales en caso de realizar inversiones a largo plazo sin considerar requerimientos de efectivo a corto plazo podrían ocasionar un faltante de liquidez.

Por último se identifica un riesgo de solvencia ya que en caso de realizar una gestión de inversión inadecuada puede incurrir en pérdidas directas sobre el capital aportado por los afiliados del fondo.

4. COSTO PROMEDIO PER CAPITA

Cuadro 4
COSTO PROMEDIO PER CÁPITA
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

Fondo	Total de Comisiones	Cantidad de Afiliados	Costo Promedio Per Cápita
ROP	18.028.317.318,00	2.323.516	7.759,07
VOL A	1.437.538.084,60	81.613	17.614,08
VOL B	243.638.988,40	47.609	5.117,50

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Nota: Cifras en colones

De acuerdo con el Cuadro 4 el costo para el afiliado por la administración del ROP es de ₡ 7.759,07 al año, para la persona que cuente con un VOL A es de ₡ 17.614,08 y si cuenta con un VOL B ₡ 5.117,50 anuales.

5. CANTIDAD DE AFILIADOS POR FONDO

Cuadro 5
AFILIADOS POR FONDO
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

Año	ROP	VOL A	VOL B
2010	1.913.086	85.296	44.034
2011	2.026.753	82.618	44.329
2012	2.156.706	89.024	46.436
2013	2.240.612	86.928	45.113
2014	2.323.516	81.613	47.609

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

En el Cuadro 5 se muestra la cantidad de afiliados por año en cada fondo, en el caso del ROP el número de afiliados ha estado en constante aumento, la cantidad de afiliados en el VOL A por lo general disminuye ya sea por retiro o traslado al VOL B.

6. COSTO DE ADMINISTRACIÓN POR COLÓN ADMINISTRADO (POR FONDO)

Cuadro 6
COSTO DE ADMINISTRACIÓN POR COLÓN
ADMINISTRADO POR FONDO
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

Fondo	Costo administración total	Total monto administrado	Costo de administración
ROP	57,666,219,149.00	3,111,167,742,322.00	0.0185
VOL A	1,501,921,605.00	140,274,283,297.00	0.0107
VOL B	269,755,611.00	26,494,253,780.00	0.0102

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Nota: Cifras en colones

Según los datos reflejados en el Cuadro 6, el costo de administrar cada colón acumulado en las cuentas individuales que conforman el ROP es de 0.0185 colones.

El costo de administración para los fondos VOL A y VOL B son de 0.0107 y 0.0102 colones respectivamente. Lo cual representa un costo de administración bajo debido a que en ningún fondo se supera el 2%.

El mayor costo de administración mostrado en el ROP en comparación a los voluntarios se debe a que el monto administrado es mayor, lo cual obliga a las operadoras a realizar una mayor cantidad de transacciones para no incumplir los límites normativos de inversión, cada una de estas transacciones conlleva un pago de comisión a puestos de bolsa, movimientos en la custodia de los títulos y demás desembolsos relacionados a este tipo de transacciones, lo cual encarece el costo de administración.

CAPÍTULO V

PROYECCIONES DE LOS FONDOS DE PENSIÓN COMPLEMENTARIA

1. PROYECCIONES FINANCIERAS

1.1. PROYECCION DE LA RENTABILIDAD

Las proyecciones que se presentan a continuación se basan en el promedio real anual de los últimos cinco años y la desviación estándar, esto para obtener la rentabilidad promedio real a diciembre de 2019 con escenarios pesimistas, esperados y optimistas.

1.1.1 ROP

Cuadro 7
RENTABILIDAD PROYECTADA
DEL ROP
Términos Relativos
A Diciembre de 2014

Escenarios	Promedio Real Anual	Desviación Estándar	Proyección 5 años
Pesimista	5.10%	3.94%	1.16%
Esperado	5.10%	3.94%	5.10%
Optimista	5.10%	3.94%	9.05%

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Según el Cuadro 7 en el escenario pesimista se espera una rentabilidad promedio de 1.16%, que a pesar de no ser el mejor escenario, se logra una rentabilidad por encima de la inflación. Por otro lado la rentabilidad real esperada para los próximos cinco años es de 5.10%, promedio en el cual se ha mantenido la rentabilidad en los últimos años. Finalmente el mejor escenario presenta una rentabilidad real de 9.05%.

Cuadro 8
RENTABILIDAD PROYECTADA
DEL ROP
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	ROP PESIMISTA	ROP ESPERADO	ROP OPTIMISTA
2015	314,296,370,932.65	346,719,754,449.71	379,143,137,966.76
2016	383,231,480,113.92	466,379,676,127.90	557,684,846,668.19
2017	467,286,233,418.76	627,336,629,983.43	820,303,355,274.18
2018	569,776,845,779.44	843,843,047,764.03	1,206,591,139,591.15
2019	694,746,882,678.72	1,135,070,160,463.13	1,774,785,106,972.11

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
 Nota: Cifras en colones

En el Cuadro 8 se muestra que para la proyección del escenario optimista, se estima que se mantenga el crecimiento promedio anual de los últimos cinco años que asciende a 35%. A su vez se plantea un escenario pesimista y uno optimista aplicando la suma y resta (según corresponda) de la desviación estándar, la cual es de 12.5%.

1.1.2 VOLUNTARIO A

Cuadro 9
RENTABILIDAD PROYECTADA
DEL VOL A
Términos Relativos
A Diciembre de 2014

Escenarios	Promedio Real Anual	Desviación Estándar	Proyección 5 años
Pesimista	3.72%	2.44%	1.28%
Esperado	3.72%	2.44%	3.72%
Optimista	3.72%	2.44%	6.15%

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

De acuerdo al Cuadro 9 para el VOL A se espera una rentabilidad del 6,15% bajo el supuesto que se dé el mejor escenario, en el caso que se presente el escenario esperado se obtendría una rentabilidad del 3,72% y una rentabilidad del 1,28% para el escenario pesimista.

Cuadro 10
RENTABILIDAD PROYECTADA
DEL VOL A
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	VOL A PESIMISTA	VOL A ESPERADO	VOL A OPTIMISTA
2015	10,394,904,805.80	13,887,610,793.45	12,101,936,425.59
2016	10,067,250,922.04	17,969,042,411.63	19,596,676,134.69
2017	9,749,924,893.09	23,249,966,462.43	31,732,914,636.37
2018	9,442,601,178.51	30,082,901,922.15	51,385,136,152.57
2019	9,144,964,499.12	38,923,969,611.75	83,207,995,473.34

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
 Nota: Cifras en colones

En términos absolutos, la rentabilidad esperada en el escenario esperado presentaría un crecimiento anual del 29%. A su vez se plantea un escenario pesimista y uno optimista aplicando la suma y resta (según corresponda) de la desviación estándar, la cual es de 32.5%.

En el caso específico del VOL A, en el escenario pesimista se presenta un decrecimiento a través del tiempo debido a que la desviación estándar presentada en la serie de datos es mayor que el promedio de dichos valores.

1.1.3 VOLUNTARIO B

Cuadro 11
RENTABILIDAD PROYECTADA
DEL VOL B
Términos Relativos
A Diciembre de 2014

Escenarios	Promedio Real Anual	Desviación Estándar	Proyección 5 años
Pesimista	3.93%	2.78%	1.15%
Esperado	3.93%	2.78%	3.93%
Optimista	3.93%	2.78%	6.71%

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Con base en el Cuadro 11, la rentabilidad esperada en el escenario pesimista es de 1.15%, generando una rentabilidad positiva por encima de la inflación, mientras en el escenario esperado se espera obtener un beneficio de 3.93%, por último en el mejor de los casos se obtendría una rentabilidad del 6,71%, por lo cual ser afiliado a un fondo voluntario influye positivamente al momento de la jubilación.

Cuadro 12
RENTABILIDAD PROYECTADA
DEL VOL B
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	VOL B PESIMISTA	VOL B ESPERADO	VOL B OPTIMISTA
2015	1,773,918,081.23	2,397,209,001.49	3,020,499,921.75
2016	1,616,702,534.15	2,952,397,288.56	4,687,277,393.19
2017	1,473,420,397.24	3,636,165,951.36	7,273,818,880.95
2018	1,342,836,805.88	4,478,293,919.67	11,287,670,149.37
2019	1,223,826,336.74	5,515,456,857.37	17,516,451,740.98

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
 Nota: Cifras en colones

De acuerdo con el Cuadro 12, la rentabilidad proyectada en un escenario esperado con un crecimiento promedio anual similar al de los últimos cinco años, el cual es del 23%. Del mismo modo se suma y resta (según corresponda) la desviación estándar para plantear escenarios pesimistas y optimistas, dicha desviación es de 32.0%.

Al igual que en el VOL A, en el escenario pesimista se presenta un decrecimiento a través del tiempo debido a que la desviación estándar presentada en la serie de datos es mayor que el promedio de dichos valores, pero a pesar de esta condición, no se presentan estimaciones con resultados negativos o pérdidas.

1.2. PROYECCIÓN DE MONTO ADMINISTRADO

1.2.1. ROP

Cuadro 13
MONTO ADMINISTRADO PROYECTADO DEL ROP
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	ROP PESIMISTA	ROP ESPERADO	ROP OPTIMISTA
2015	3,677,006,006,944.73	3,807,211,323,957.57	3,937,416,640,970.42
2016	4,345,755,129,556.84	4,658,976,714,142.92	4,983,096,730,432.17
2017	5,136,131,844,876.12	5,701,302,653,292.85	6,306,483,486,269.77
2018	6,070,256,961,450.26	6,976,822,151,905.49	7,981,328,903,311.11
2019	7,174,274,471,710.74	8,537,706,257,570.05	10,100,971,674,867.30

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Nota: Cifras en colones

Según con el Cuadro 13, si se mantiene el crecimiento presentado en el monto administrado en la cuenta del ROP durante los últimos cinco años el cual ha sido de 22%, se espera que para el año 2019 se alcance una cifra cercana a los 8.5 billones de colones en los saldos administrados. Así mismo considerando la desviación estándar de 4.19%, aplicándola para establecer un escenario pesimista y uno optimista se alcanzarían en la cuenta del ROP al año 2019, cifras cercanas a los 7.1 y 10.1 billones de colones respectivamente.

1.2.2. VOL A

Cuadro 14
MONTO ADMINISTRADO PROYECTADO
DEL VOL A
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	VOL A PESIMISTA	VOL A ESPERADO	VOL A OPTIMISTA
2015	147,377,827,337.55	152,262,645,254.77	157,147,463,172.00
2016	155,840,973,506.22	166,342,833,064.67	177,187,100,785.09
2017	164,790,114,375.50	181,725,058,471.71	199,782,217,612.14
2018	174,253,158,106.75	198,529,724,834.66	225,258,691,502.81
2019	184,259,615,482.68	216,888,369,575.41	253,983,956,650.58

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Nota: Cifras en colones

Con base en el Cuadro 14, el VOL A en el escenario esperado mantenga el crecimiento promedio anual de 9%, cerrando el año 2015 con un monto administrado cercano a los 152 mil millones de colones. También para el año 2015 se proyecta cerrar con un monto cercano a los 157 mil millones de colones, en caso de que se materialice el escenario optimista sumando al promedio la desviación estándar, la cual es de 3.50%.

1.2.3. VOL B

Cuadro 15
MONTO ADMINISTRADO PROYECTADO
DEL VOL B
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	VOL B PESIMISTA	VOL B ESPERADO	VOL B OPTIMISTA
2015	27,473,059,944.40	28,569,782,329.57	29,666,504,714.74
2016	28,488,027,214.34	30,807,905,334.37	33,218,580,500.43
2017	29,540,491,529.08	33,221,360,251.98	37,195,958,913.05
2018	30,631,838,182.88	35,823,882,377.38	41,649,562,943.96
2019	31,763,503,648.50	38,630,283,012.33	46,636,412,774.78

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
Nota: Cifras en colones

De acuerdo con el Cuadro 15, para la proyección de los montos administrados en el VOL B, se plantea un escenario esperado en el cual se mantenga el crecimiento promedio anual de los últimos cinco años que asciende a 8%, con el cual se alcanzaría en un saldo administrado cercano a los 38.6 mil millones de colones durante los próximos cinco años, esta serie de datos presenta una la desviación estándar de 4.14%, por lo que al aplicar al escenario pesimista el crecimiento que se obtiene es menor al 4%, lo que solo permitiría alcanzar 31.7 mil millones de colones administrados al cabo de los próximos 5 años.

1.3. PROYECCIÓN DE COMISIONES

Las proyecciones de las comisiones se realizaron con base en los saldos administrados proyectados, tomando en cuenta los porcentajes de comisión establecidos para los próximos cinco años.

1.3.1. ROP

Cuadro 16
COMISIONES PROYECTADAS
DEL ROP
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	ROP PESIMISTA	ROP ESPERADO	ROP OPTIMISTA
2015	25.739.042.048,61	26.650.479.267,70	27.561.916.486,79
2016	30.420.285.906,90	32.612.836.999,00	34.881.677.113,03
2017	25.680.659.224,38	28.506.513.266,46	31.532.417.431,35
2018	30.351.284.807,25	34.884.110.759,53	39.906.644.516,56
2019	35.871.372.358,55	42.688.531.287,85	50.504.858.374,34

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
Nota: Cifras en colones

Según en el Cuadro 16, se espera un crecimiento constante de los ingresos por comisiones en el escenario pesimista, esperado y optimista en los siguientes cinco años, a pesar de que por normativa el porcentaje de comisión irá disminuyendo de 0,70% en el 2015 hasta llegar a 0,35% en el 2019.

1.3.2. VOL A

Cuadro 17
COMISIONES PROYECTADAS
DEL VOL A
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	VOL A PESIMISTA	VOL A ESPERADO	VOL A OPTIMISTA
2015	2.210.667.410,06	2.283.939.678,82	2.357.211.947,58
2016	2.337.614.602,59	2.495.142.495,97	2.657.806.511,78
2017	2.471.851.715,63	2.725.875.877,08	2.996.733.264,18
2018	2.613.797.371,60	2.977.945.872,52	3.378.880.372,54
2019	2.763.894.232,24	3.253.325.543,63	3.809.759.349,76

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015
Nota: Cifras en colones

Como se muestra en el Cuadro 17, la comisión para el VOL A se mantendrá de 1,50% hasta el 2019, generando ingresos por comisiones

entre ¢2.210.667.410,06 y ¢2.763.894.232,24 para un escenario pesimista y en el mejor de escenario podría llegar hasta ¢3.809.759.349,76.

1.3.3. VOL B

Cuadro 18
COMISIONES PROYECTADAS
DEL VOL B
Términos Absolutos
A Diciembre de 2014

AÑO	VOL B PESIMISTA	VOL B ESPERADO	VOL B OPTIMISTA
2015	412.095.899,17	428.546.734,94	444.997.570,72
2016	427.320.408,22	462.118.580,02	498.278.707,51
2017	443.107.372,94	498.320.403,78	557.939.383,70
2018	459.477.572,74	537.358.235,66	624.743.444,16
2019	476.452.554,73	579.454.245,18	699.546.191,62

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de SUPEN, 2015

Nota: Cifras en colones

De acuerdo al Cuadro 18, la comisión para el VOL B se mantendrá de 1,50% hasta el 2019, presentando ingresos por comisiones crecientes de hasta ¢476.452.554,73 para un escenario pesimista y en el escenario optimista podría llegar hasta ¢699.546.191,62.

2. PROYECCIONES DE MODELOS

2.1. MODELO MULTIFONDOS

Inicialmente se planteó la opción de que el modelo de multifondos en Costa Rica se aplicase desde el segundo semestre del año 2013, sin embargo diversos motivos han obligado a postergar su implementación.

De acuerdo a recomendaciones brindadas por el Banco Mundial, al analizar las características demográficas de Costa Rica, se determinó que el país debe esperar hasta mediados del año 2016 para la implementación de este modelo, ya que bajo las condiciones actuales, solo sería posible un modelo con dos fondos, el cual no sería un modelo viable.

Sin embargo durante el año 2015, se espera que se dé la aprobación del reglamento de funcionamiento del modelo, por parte del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, ya que en una primera etapa se requiere que las operadoras inicien con la separación de la población en grupos, según sus características.

Se sabe con certeza q una vez aprobada la modificación, el sistema estará conformado por tres fondos distintos, los cuales se describen a continuación:

- Primer fondo: En este fondo se ubicarían todos los afiliados de 45 años de edad o menos (cerca del 75% de los afiliados), este fondo incentivará a las operadoras a realizar más inversiones en instrumentos de renta variable, lo que llevaría a las mismas a buscar una mayor participación en mercados internacionales, debido a las limitaciones existentes en el mercado local.
- Segundo fondo: Integrado por aquellos afiliados mayores de 45 años de edad hasta 55 años (cerca del 17% de los afiliados), se trata de un fondo intermedio, que pretende finalizar la etapa de acumulación, con un nivel de riesgo más bajo, pero generando rentabilidad para el afiliado.
- Tercer fondo: Aquellos afiliados mayores de 55 años (cerca del 10% de los afiliados) serán ubicados en este fondo, el cual se enfocará en realizar inversiones seguras, primordialmente en instrumentos de renta fija, para asegurar la disponibilidad de recursos para el afiliado durante la etapa de desacumulación.

En cada uno de los fondos, existirá la opción de trasladar parcialmente los fondos a otro, sin embargo hasta la publicación del reglamento, no se puede establecer que porción podrá ser trasladada.

Con la implementación de este modelo, se pretende mejorar la rentabilidad de los fondos (tanto para afiliados como para los administradores), así como la gestión del riesgo, al alcanzar una mayor

diversificación en cuanto emisores, mercados y tipos de instrumentos, reduciendo el riesgo de concentración y sistémico.

2.2. MODELO INVERSIÓN EN OBRA PÚBLICA

Según la información recopilada y las consultas realizadas al respecto, no se vislumbra en el corto y mediano plazo una propuesta concreta para financiar directamente obra pública con el dinero acumulado en las cuentas de los fondos de pensión complementaria.

La única participación de los fondos de pensión complementaria en este tipo de financiamiento, será indirectamente como se realiza en la actualidad, mediante la participación en los fideicomisos creados para el desarrollo de ciertos proyectos.

CAPÍTULO VI

SISTEMA SIN IVM

Ante la situación financiera que enfrenta el IVM, según los estudios actuariales mencionados en el Capítulo I, es necesario contemplar a futuro la posibilidad de que se declare insolvente. Es por eso que en este capítulo se aborda, basado en la experiencia vivida en Chile, la posible estructura y funcionamiento de un sistema alternativo así como la transición necesaria para su implementación.

1. LIQUIDACIÓN DEL IVM

El primer paso de transición consiste en compensar los aportes realizados por los cotizantes según su tiempo de permanencia en el IVM, mediante la emisión de bonos de compensación según la siguiente escala:

- Afiliados con menos de 12 cuotas cotizadas: a este segmento no se le entregará compensación alguna.
- Activos: se emitirá un bono de compensación que asegure una renta vitalicia que cubra el 80% del ingreso promedio del cotizante de los últimos 24 meses.
- Pensionados: se mantienen en el IVM sin ningún cambio de condiciones.

Cabe señalar que todos los aportes de los recién ingresados al mercado laboral formal y aquellos con menos de 12 meses cotizados, entrarán directamente a las operadoras de pensiones, es decir no existirá la opción para estas personas de mantenerse en el IVM.

Para las demás personas esta transición se llevará a cabo de manera voluntaria, ofreciendo incentivos para que los cotizantes se trasladen del IVM hacia las operadoras de pensiones, dentro de dichos incentivos se encuentran:

- Disminución del monto rebajado del salario destinado a la pensión, con lo cual el aportante percibirá un incremento en su ingreso mensual.
- Emisión de un bono de compensación por un monto que le asegure una renta vitalicia, con una tasa de compensación del 80% de su ingreso promedio de los últimos 24 meses.
- Reconocimiento de intereses capitalizables anualmente, sobre el bono de compensación.

2. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL NUEVO SISTEMA

Al igual que en la actualidad el sistema sin IVM estará estructurado en un régimen multipilar de la siguiente manera:

- Primer pilar: estará constituido por las pensiones no contributivas que serán pagadas con cargo a la caja única del estado, y también aquellos pensionados y aportantes que se mantengan voluntariamente en el IVM.
- Segundo pilar: serán parte de éste las cuentas individuales de los afiliados, administradas por las operadoras de pensiones. Estas cuentas pasarían a ser el fondo de pensión obligatoria que respalda los pagos en la etapa de retiro de cada uno de los afiliados.
- Tercer pilar: conformado por las cuentas individuales de planes de pensión complementaria voluntarios, tanto en dólares como en colones.

En cuanto al funcionamiento del sistema, como se menciona anteriormente, se pasará de estar basado en un régimen de reparto a uno de capitalización individual, cuyas cuentas serán administradas por las operadoras de pensiones. El aporte obligatorio para los trabajadores formales será del 10% del ingreso imponible mensual, dicho monto ingresará mensualmente a la cuenta individual que será administrada por la operadora seleccionada por el afiliado, los montos aportados más los rendimientos ganados financiarán la pensión al finalizar la vida laboral.

El estado por medio de entes supervisores y reguladores como SUPEN, deberá mantener un control de los fondos públicos administrados por entes privados, y de esta manera salvaguardar los intereses de los afiliados y sus derechos.

Por su parte el fondo voluntario mantendrá su papel como complemento de la pensión obligatoria, ya sea para incrementar la tasa de reemplazo al pensionarse o para adelantar la edad de jubilación, estos planes seguirán siendo sumamente relevantes dentro del sistema.

3. NECESIDAD Y MEDIDAS DE FORTALECIMIENTO DEL IVM

Pese a que las intenciones de la reforma realizada en el caso chileno eran mejorar la calidad de vida de sus pensionados, y asegurarles una vejez sin preocuparse por sus necesidades económicas, realmente lo que se presentó fue un deterioro al cerrar el sistema estatal de pensiones, provocando que durante los años posteriores enfrentaran problemas tales como:

- Baja cobertura del fondo obligatorio para los trabajadores independientes, como porcentaje del total de trabajadores, además con tendencia a seguir bajando.
- Baja cobertura del fondo voluntario, tanto para los trabajadores formales como los independientes, como porcentaje del total de trabajadores.
- Disminución en el monto aportado mensualmente para la pensión.
- Disminución en la tasa de compensación obtenida al momento de pensionarse. Cerca del 50% de los pensionados reciben un monto menor a la pensión mínima establecida, por lo que el estado debe cubrir esa diferencia por medio de bonos de asistencia mensual.

Ante esta situación las autoridades de seguridad social en Chile están buscando medios razonables para restablecer un modelo de administración estatal de las pensiones, ya que si bien es cierto, los rendimientos de los

fondos son significativos, esto no se ha reflejado en un beneficio mayor para los afiliados.

Por este motivo cobra importancia el hecho de valorar el aporte que realiza el régimen del IVM a la seguridad social costarricense, y lo necesario que resulta su fortalecimiento a corto plazo para evitar que se llegue a dar un cierre del fondo. Según el criterio del experto actuarial consultado actualmente hay siete trabajadores activos por cada pensionado del IVM, se espera que este número decaiga hasta tres o cuatro trabajadores activos por cada pensionado, durante los próximos 35 años.

Además, plantea tres opciones para fortalecer el IVM, las cuales se detallan a continuación:

- Disminución del beneficio: parte de la premisa de disminuir la renta futura que recibirá cada trabajador y así mantener la robustez del IVM.
- Aumento en los aportes de los afiliados: es decir cada trabajador activo aportará un porcentaje mayor de su salario al régimen del IVM con el fin de subsanar el cambio de la pirámide demográfica en cuanto a la relación afiliados activos-pensionados de los próximos años.
- Aumento de edad para jubilación: se basa en ampliar la edad mínima para pensionarse, es decir se podría aumentar la edad mínima de retiro la cual actualmente es de 65 años. Incluso existe la posibilidad de que aún después de alcanzada esta edad mínima el afiliado continúe laborando y así siga cotizando para el régimen.

Actualmente en Costa Rica se están valorando estas tres opciones para darle mayor estabilidad al IVM sin embargo, la disminución de las pensiones es altamente impopular, ya que esta medida ha sido vista como la que perjudica en mayor manera a los trabajadores.

El aumento en el porcentaje de aporte ya está siendo implementado sin embargo no es suficiente para lograr el impacto requerido, ya que según la

entrevista realizada el incremento es muy poco en relación a la necesidad real del régimen.

Por último y como medida de mayor aceptación se encuentra la idea del incremento en la edad mínima para la jubilación debido a que se ataca el problema desde dos aristas; primeramente existirían más años para que cada trabajador activo aporte al régimen, y como segundo punto los plazos de desembolsos por pensión serían menores debido a la probabilidad de fallecimiento a edades superiores a los 70 años.

Debido a los puntos señalados en este capítulo y en vista de la problemática nacional actual en el sistema del IVM así como las reformas futuras y el ejemplo del caso chileno, las autoridades nacionales deberán tomar las medidas necesarias para que el sistema de pensiones en el país recupere su solidez y estabilidad financiera en los siguientes años.

CAPÍTULO VII

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. CONCLUSIONES

Según las características actuales del sistema nacional de pensiones enfocado en los Fondos de Pensión Complementaria, se alcanzan las siguientes conclusiones:

- El rendimiento histórico promedio real de los Fondos de Pensión Complementaria ha sido positivo, es decir el rendimiento ha sido mayor que la inflación durante los últimos 10 años, por lo tanto han contribuido a generar un mayor beneficio económico a sus afiliados.
- El principal riesgo para la rentabilidad promedio real de los Fondos de Pensión Complementaria, es que un incremento en la inflación ocasione un rendimiento real menor.
- El rendimiento anual real al verse afectado por los efectos temporales (plusvalía de un título, aumento de demanda de una emisión, cambios en tasas de interés, tipo de cambio), no es el mejor parámetro para decidir cuál debe ser la operadora que administre los fondos.
- En cuanto a los saldos administrados, los Fondos de Pensión Complementaria han presentado un crecimiento constante en los últimos 5 períodos, sin embargo la variación año tras año del número de afiliados ha sido positiva pero mostrando disminución en comparación con el período anterior. Se demuestra que el monto administrado no tiene relación significativa con el número de afiliados.
- Los factores que pueden afectar el cambio en los saldos administrados por los distintos fondos son el desempleo, el empleo informal y los cambios demográficos tales como aumento en el número de pensionados con respecto a la cantidad de aportantes. En el caso del VOL A los retiros anticipados y traslados de afiliados al VOL B son las principales razones que impactan el saldo del fondo.

De acuerdo al detalle de la composición de las carteras de inversión de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica se concluye:

- Los fondos del ROP en su mayoría se invierten en el sector público, conformado por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica, donde se invierten en un plazo de 1 a 10 años. En el caso de los Fondos de Pensión Voluntarios, estos presentan la misma situación del ROP en cuanto a conformación de cartera y plazo de inversión.
- Los principales riesgos en cuanto la composición de las carteras por sector, emisor y plazo son: riesgo de concentración, sistémico, de liquidez y solvencia.

El análisis financiero y de riesgo de los Fondos de Pensión Complementaria arroja las siguientes conclusiones.

- En cuanto al costo promedio per cápita, el VOL A es el que presenta el costo de administración más alto para el afiliado, seguido del ROP y por último el VOL B.
- En relación a la cantidad de afiliados por Fondo, el ROP es el fondo que más afiliados concentra debido a su naturaleza, mientras que en el ámbito de los voluntarios el VOL A es quien cuenta con mayor número de afiliados.
- Para una OPC el costo por administrar cada colón acumulado en el ROP es más alto respecto a los fondos voluntarios.

Las conclusiones al proyectar con base en datos históricos la tendencia de la rentabilidad en términos relativos y absolutos, monto administrado en cuenta individual, y costos de administración de los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica, son:

- Se obtienen resultados positivos al proyectar la rentabilidad aún en los escenarios pesimistas, evidenciando una rentabilidad por encima de la inflación.

- En el caso de la proyección del monto administrado, aunque se aplican tasas de crecimiento diferentes en los tres escenarios la variación entre uno y otro no es tan significativa.
- En cuanto a las comisiones se espera un crecimiento constante en los ingresos de los Fondos de Pensiones, a pesar de que por normativa el porcentaje de comisión irá disminuyendo.

Con base en la caracterización de los modelos alternativos de inversión en multifondos y obra pública para los Fondos de Pensión Complementaria en Costa Rica, se concluye:

- El modelo multifondos contará con tres fondos, en los cuales los afiliados se ubicarán según su edad. Aunque el modelo pretende mejorar tanto rentabilidad como manejo de riesgo el mismo no puede ser implementado aún, debido a que por condiciones demográficas actuales solo se contaría con un modelo de dos fondos.
- De momento no se cuenta con una propuesta formal de financiamiento de obra pública con recursos de los Fondos de Pensión Complementaria, por lo que la implementación de un modelo de este tipo no se va a dar en un corto y mediano plazo.

Al determinar el posible funcionamiento de un nuevo modelo de pensiones en caso de cierre del IVM, administrado por la CCSS, se alcanzan las siguientes conclusiones.

- En caso de un nuevo sistema que no contemple el IVM, se pasaría de un régimen de reparto a uno de capitalización individual, considerando el desarrollo del sistema de pensiones de Costa Rica se concluye que en caso de ceder la administración de los fondos a entidades privadas, podría darse una disminución de los beneficios percibidos por el afiliado al momento de la pensión.

2. RECOMENDACIONES

Considerando las conclusiones planteadas anteriormente, se formulan las siguientes recomendaciones.

- Se recomienda que los afiliados en el momento de seleccionar la operadora de pensiones que administre sus fondos, tomen como referencia el rendimiento promedio histórico real el cual es menos volátil y las fluctuaciones no tiene un efecto tan significativo como en el promedio anual real.
- Diversificar la cartera de inversiones considerando una mayor participación en el sector privado o en el extranjero respetando los límites normativos, debido a que la mayoría de los fondos están invertidos en el sector público por mayor facilidad.
- Implementar el modelo de multifondos una vez que las condiciones demográficas del país lo permitan, ya que la experiencia en los demás países donde ya está en funcionamiento muestra un incremento significativo la rentabilidad de los fondos.
- Fortalecer el IVM por medio de un aumento en el porcentaje de aporte, un aumento en la edad mínima de jubilación o una combinación de ambos.
- Para el desarrollo de futuras investigaciones referentes al tema, se recomienda incorporar en el análisis los fondos voluntarios en dólares.

APÉNDICES

APÉNDICE N.1: ENTREVISTA SEMI ESTRUCTURADA

1. Características demográficas generales

- a. Tasa de natalidad
- b. Tasa de mortalidad
- c. Esperanza de vida
- d. Escolaridad

2. Mercados laborales

- a. Empleo formal
- b. Empleo informal
- c. Aporte a la seguridad social y fondos de pensiones
- d. Tasa de desempleo
- e. Población laboralmente activa
- f. Evolución de salarios

3. Fondos de pensión

- a. Futuro del IVM
- b. Crecimiento de los fondos de pensiones complementarios
- c. Es recomendable cerrar el IVM?

4. Riegos

- a.Cuál es la cultura país sobre administración del riesgo?
- b. Mercado de valores nacionales
- c. Riesgos de la poca diversificación.
- d. Como podrían mejorar la gestión de riesgo las OPC?

Apéndice N.2: Otros emisores ROP

Periodo	Emisores	Total	Términos relativos
Dec - 2014	Aldesa Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	3660,77	0,12%
Dec - 2014	BANCO GENERAL	3460,65	0,11%
Dec - 2014	Banco Centroamericano de Integración Económica	7465,56	0,25%
Dec - 2014	BANCO DAVIVIENDA COSTA RICA	29394,05	0,97%
Dec - 2014	iShares MSCI Canadá ETF	711,82	0,02%
Dec - 2014	Fideicomiso de Titularización Cariblanco	7662,22	0,25%
Dec - 2014	Fideicomiso Titularización Hipotecaria Banco Nacional	418,27	0,01%
Dec - 2014	INTERAMERICAN DEVELOPMENT BANK	26943,5	0,89%
Dec - 2014	Multifondos de Costa Rica S.A. S.F.I.	562,28	0,02%
Dec - 2014	Popular Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	8064,97	0,27%
Dec - 2014	REFINADORA COSTARRICENSE DE PETROLEO	869,77	0,03%
Dec - 2014	BANCO DE SOLUCIONES BANSOL DE COSTA RICA, S.A	3443,6	0,11%
Dec - 2014	BANCO BCT	8244,85	0,27%
Dec - 2014	BANCO LAFISE	4416,67	0,15%
Dec - 2014	Citibank Costa Rica S.A. (nuevo código luego de la fusión)	28295,4	0,93%
Dec - 2014	iShares MSCI United Kingdom ET	1160,31	0,04%
Dec - 2014	FINANCIERA	1403,12	0,05%

	DESYFIN		
Dec - 2014	Mutual Alajuela de Ahorro y Préstamo	58147,17	1,91%
Dec - 2014	BANCA PROMERICA S.A.	22185,23	0,73%
Dec - 2014	iShares MSCI EMU ETF	2221,75	0,07%
Dec - 2014	Gibraltar, SFI S.A.	650,22	0,02%
Dec - 2014	Grupo Financiero Improsa	140,23	0,00%
Dec - 2014	LA NACION S.A.	14532,45	0,48%
Dec - 2014	iShares MSCI Pacific ex Japan	3938,91	0,13%
Dec - 2014	BANCO DE COSTA RICA	58299,17	1,92%
Dec - 2014	CENTRAL AMERICA BANK FOR ECONOMIC INTEGRATION	9861,73	0,32%
Dec - 2014	Compañía Nacional de Fuerza y Luz	22458,87	0,74%
Dec - 2014	FLORIDA ICE AND FARM S.A.	29995,36	0,99%
Dec - 2014	Industria Nacional de Cemento	7794,72	0,26%
Dec - 2014	MUTUAL SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	100,36	0,00%
Dec - 2014	S&P 500 ETF TRUST	34743,03	1,14%
Dec - 2014	Vista Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	17988,34	0,59%
Dec - 2014	BANCO HIPOTECARIO DE LA VIVIENDA	3965,37	0,13%
Dec - 2014	BANCO IMPROSA, S.A.	29,48	0,00%
Dec - 2014	FIDEICOMISO TITULARIZACION PEÑAS BLANCAS	3716,3	0,12%

Dec - 2014	INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION	28740,13	0,95%
Dec - 2014	INS-Inversiones Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	6526,1	0,21%
Dec - 2014	ISHARES RUSSELL 2000 E.T.F	2453,73	0,08%
Dec - 2014	Mutual Cartago de Ahorro y Préstamo	34918,9	1,15%
Dec - 2014	Municipalidad de San José	779,77	0,03%
Dec - 2014	VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A	207,56	0,01%
Dec - 2014	BCR Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	16725,75	0,55%
Dec - 2014	Fideicomiso Titularización Garabito	22282,47	0,73%
Dec - 2014	Franklin Templeton Investment Funds	7306,67	0,24%
Dec - 2014	SCOTIA Sociedad de Fondos de Inversión, S.A.	5691,95	0,19%
Dec - 2014	BN Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	5380,84	0,18%
Dec - 2014	Banco Cathay de Costa Rica S.A.	700,41	0,02%
Dec - 2014	Interbolsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S A F S.A.	7867,11	0,26%
Dec - 2014	SPDR S&P MidCap 400 ETF	2506,07	0,08%
Dec - 2014	MFS MER-GLOBAL EQUITY- AIUSD	532,96	0,02%
Dec - 2014	iShares MSCI Japan ETF	931,69	0,03%
Dec - 2014	SCOTIABANK DE COSTA RICA	43389,77	1,43%
Dec - 2014	Franklin Templeton Investment Funds	775,26	0,03%

Apéndice N.3: Otros emisores VOL A

Periodo	Emisores	Total	Términos relativos
Dec - 2014	BANCO DE SOLUCIONES BANSOL DE COSTA RICA, S.A	184,13	0,14%
Dec - 2014	BANCO BCT	280,13	0,21%
Dec - 2014	BANCO LAFISE	450,27	0,33%
Dec - 2014	Citibank Costa Rica S.A. (nuevo código luego de la fusión)	230,39	0,17%
Dec - 2014	Mutual Alajuela de Ahorro y Préstamo	3300,25	2,44%
Dec - 2014	Aldesa Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	567,59	0,42%
Dec - 2014	Banco Centroamericano de Integración Económica	474,93	0,35%
Dec - 2014	BANCO DAVIVIENDA COSTA RICA	390,1	0,29%
Dec - 2014	Fideicomiso de Titularización Cariblanco	45,98	0,03%
Dec - 2014	Fideicomiso Titularización Hipotecaria Banco Nacional	28,65	0,02%
Dec - 2014	Multifondos de Costa Rica S.A. S.F.I.	76,8	0,06%
Dec - 2014	Popular Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	1010,38	0,75%
Dec - 2014	BANCA PROMERICA S.A.	2580,61	1,90%
Dec - 2014	Gibraltar, SFI S.A.	135,07	0,10%
Dec - 2014	LA NACION S.A.	1017,61	0,75%
Dec - 2014	Banco Crédito Agrícola de Cartago	4837,51	3,57%
Dec - 2014	BANCO DE COSTA RICA	5126,99	3,78%
Dec - 2014	Compañía Nacional de Fuerza y Luz	105,95	0,08%
Dec - 2014	FLORIDA ICE AND FARM S.A.	3784,75	2,79%
Dec - 2014	Industria Nacional de Cemento	467,65	0,35%
Dec - 2014	Vista Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	200	0,15%

Dec - 2014	BANCO HIPOTECARIO DE LA VIVIENDA	15,06	0,01%
Dec - 2014	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	4223,41	3,12%
Dec - 2014	FIDEICOMISO TITULARIZACION PEÑAS BLANCAS	77,26	0,06%
Dec - 2014	INS-Inversiones Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	10,03	0,01%
Dec - 2014	Mutual Cartago de Ahorro y Préstamo	2286,63	1,69%
Dec - 2014	VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A	19,96	0,01%
Dec - 2014	BCR Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	784,13	0,58%
Dec - 2014	Fideicomiso Titularización Garabito	1464,03	1,08%
Dec - 2014	Instituto Costarricense de Electricidad	5163,54	3,81%
Dec - 2014	Interbolsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S A F S.A.	377,8	0,28%
Dec - 2014	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	5696,51	4,21%
Dec - 2014	SCOTIABANK DE COSTA RICA	990,62	0,73%

Apéndice N. 4: Otros emisores VOL B

Periodo	Emisores	Total	Términos relativos
Dec - 2014	Banco Centroamericano de Integración Económica	527,88	2,05%
Dec - 2014	BANCO DAVIVIENDA COSTA RICA	399,89	1,55%
Dec - 2014	Fideicomiso de Titularización Cariblanco	4,46	0,02%
Dec - 2014	Fideicomiso Titularización Hipotecaria Banco Nacional	21,71	0,08%
Dec - 2014	Popular Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	59,56	0,23%
Dec - 2014	BANCO BCT	130,05	0,50%
Dec - 2014	Citibank Costa Rica S.A. (nuevo código luego de la fusión)	150,15	0,58%
Dec - 2014	Mutual Alajuela de Ahorro y Préstamo	594,5	2,31%
Dec - 2014	BANCA PROMERICA S.A.	262,18	1,02%
Dec - 2014	LA NACION S.A.	191,29	0,74%
Dec - 2014	BANCO DE COSTA RICA	795,54	3,09%
Dec - 2014	BANCO BAC SAN JOSE S.A.	976,78	3,79%
Dec - 2014	Compañía Nacional de Fuerza y Luz	158,91	0,62%
Dec - 2014	Industria Nacional de Cemento	151,5	0,59%
Dec - 2014	Vista Sociedad de Fondos de Inversión S.A.	40,58	0,16%
Dec - 2014	BANCO HIPOTECARIO DE LA VIVIENDA	251,01	0,97%
Dec - 2014	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	840,55	3,26%
Dec - 2014	FIDEICOMISO TITULARIZACION PEÑAS BLANCAS	22,29	0,09%
Dec - 2014	INS-Inversiones Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	430,41	1,67%
Dec - 2014	Mutual Cartago de Ahorro y Préstamo	300,93	1,17%
Dec - 2014	BCR Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	134,03	0,52%
Dec - 2014	Fideicomiso Titularización Garabito	40,1	0,16%

Dec - 2014	BN Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.	50,79	0,20%
Dec - 2014	Instituto Costarricense de Electricidad	1061,93	4,12%
Dec - 2014	Interbolsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S A F S.A.	596,29	2,31%
Dec - 2014	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	1210,37	4,70%
Dec - 2014	SCOTIABANK DE COSTA RICA	258,17	1,00%

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Araya, J. (2014, octubre 14). Superintendente Edgar Robles: Crisis del Fondo de Pensiones de la Caja Costarricense se adelantó a lo previsto. El Semanario Universidad, Sección Noticias. Consultado en: <http://semanariouniversidad.ucr.cr/noticias/pais/14242-superintendente-edgar-robles-crisis-del-fondo-de-pensiones-de-la-caja-se-adelanto-a-lo-previsto.html>.
- Badilla, A. & Díaz, P. (2013). Caja Costarricense de Seguro Social: variables internas que perpetúan la crisis. *Revista Rupturas, Costa Rica Jul-Dic 2013*. ISSN 2215-2466 pp 202-223.
- Barrientos, I., Pineda, H. & Valverde, C. (2007) ¿Pierde atractivo el Mercado Bursátil Nacional?. *Tec Empresarial*, 3, 24-28.
- Cisneros, M. (2014, 31 agosto). Mercado de pensiones tendrá que esperar más por multifondos. *El Financiero*, Sección Finanzas. Consultado en: <http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Multifondos-Supen-renta-variable-fondos-de-pensiones-BAC-pensiones-Popular-Pensiones-Vida-Plena-OPC-0-582541758.html>
- Escrivá, J. L., Fuentes, E. & García, A. (2010), Las reformas de los sistemas de pensiones en Latinoamérica Avances y temas pendientes. *Pensiones & Seguros y BBVA Research*, 1, 22-25.
- Ley de Protección al Trabajador N. 7983.
- Marchena, C. & Marín, R. (2013), Propuesta de un modelo alternativo para mejorar la rentabilidad de los fondos captados por el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias de Costa Rica. *Tec Empresarial*, 7, 9-19.

Mayorga, G (2015, 16 Marzo). Pensión bajará en tres años. El Financiero, Sección En Portada. Consultado en:
http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2012/julio/01/enportada3218665.html.

Morales, S. (2013, 01 febrero). Supen empieza a definir el esquema de multifondos para pensiones. El Financiero, Sección Finanzas. Consultado en:
http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Supen-pensiones-multifondos-fondos_de_pensiones-OPC_0_238176182.html

Proyecto de Ley: De Desarrollo de Obra Pública Corredor Vial San José-San Ramón Fideicomiso, Expediente 18.887

Reforma a la ley N ° 7531 del Sistema De Pensiones y Jubilaciones Del Magisterio Nacional, Expediente N. 18.888

Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas,N. 355

Robles, E. (2013) Regímenes de Pensión en Costa Rica: Situación y Perspectivas. Revista de Servicio Civil, Edición Especial N.33. Diciembre 2013, pp. 98-125.

Robles, E. (2015). Los Grandes Desafíos. 15 Años de Ley de Protección al Trabajador, 90-98.

Sauma, P. (2013). Informe de Estado Nación: Situación y Características del Sistema de Pensiones al 2012. Investigación Final.

Superintendencia de Pensiones (2013). *Acceso de los fondos de pensiones al financiamiento de obra pública (1ª ed.)*. Recuperado de http://www.supen.fi.cr/comunicacion/di/2013-08%20SUP_Seminario.pdf, (pp. 1-53)

Torres, C. (2013). Proyecciones Actuariales. Caja Costarricense del Seguro Social. Presidencia Ejecutiva. Valuación Actuarial de Largo Plazo del Seguro de Pensiones de Invalidez, Vejez y Muerte (con corte al 31 de diciembre del 2012), pp.27-28.