

ACCESO DE LOS FONDOS DE PENSIONES AL FINANCIAMIENTO DE OBRA PÚBLICA

Agosto 2013

JUNTA DE PENSIONES
Y JUBILACIONES
MAGISTERIO NACIONAL
SOLIDEZ QUE GARANTIZA SU FUTURO



351.5

C838a Costa Rica. Banco Central de Costa Rica. Superintendencia de Pensiones.

Acceso de los fondos de pensiones al financiamiento de Obra Pública / Banco Central de Costa Rica. Superintendencia de Pensiones. -1^a Ed.-- San José. C.R.: Comunicaciones Milenio S.A, 2014.
54 p. :il.; 21.59x27.94 cm.

ISSN: 978-9968-505-06-2

1-ADMINISTRACION PÚBLICA. 2- BANCO CENTRAL. 3-PENSIONES. 4- COSTA RICA I. SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES. II. Título

Tabla de contenidos

Presentación	5
Invertir en obra pública: un camino muy atractivo	7
Participación público-privada para modernizar la infraestructura y su gestión	19
Alianzas público-privadas y la participación de los fondos de pensiones.....	31
Inversión en obra pública: oportunidad para el país y los fondos de pensiones	37
Relación de las inversiones en obra pública de los fondos de pensiones.....	43

Presentación

MSc. Carlos Mata Castillo

Junta de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional

Presidente

¿Cuál es el camino para que los administradores de las pensiones en Costa Rica podamos invertir en infraestructura con seguridad y a buen ritmo?

Responder a esta pregunta, desde diferentes perspectivas, es el propósito del seminario “Cómo acceder a los fondos de pensiones para el financiamiento de proyectos de obra pública”, que organiza Vida Plena, la Junta de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional y la Superintendencia de Pensiones.

En primera instancia, es posible afirmar que podríamos insertarnos en el desarrollo de

proyectos que beneficien la productividad del país y a la sociedad en general a través de infraestructura pública moderna y en óptimo estado.

Por un lado, todas las operadoras tenemos la responsabilidad social de participar en el desarrollo de Costa Rica y su economía. La realidad es que en América Latina existe una preocupante brecha en materia de obra pública y, para mantenernos al ritmo de la competitividad mundial, es necesario cerrarla. El Estado requiere apoyo en cuanto a financiamiento, gestión y capital humano para lograrlo.

Por otra parte, es nuestro deber primordial y nuestra obligación, a través de la inversión y el adecuado manejo de los fondos, generar los mejores rendimientos que le garanticen su pensión a todas las personas afiliadas que depositan en nosotros la confianza de administrar sus ahorros.

La dualidad entre nuestro objetivo fundamental y la responsabilidad que tenemos con el país nos genera un doble compromiso. Como ha sido la tendencia en otras geografías, la participación en proyectos de obra pública es una alternativa para potenciar los rendimientos de los

fondos y fortalecer nuestros portafolios, al tiempo que impulsamos el crecimiento nacional.

Pero, antes de dar cualquier paso, es indispensable tener claridad sobre cuáles serán los riesgos políticos, sociales y financieros y cómo vamos a manejarlos cuando decidamos comenzar a invertir en infraestructura.

Debemos estudiar los marcos normativos e institucionales de nuestro mercado de capitales y, a partir de ellos, el modo en que nos estamos desenvolviendo actualmente. Además, analizar cuáles son las necesidades prioritarias del país en la materia y

definir los instrumentos financieros para gestionar la inversión, en sintonía con los requerimientos tanto de inversionistas como de desarrolladores.

¿Qué es lo que tenemos que hacer? ¿Qué es lo que no debemos hacer? ¿Qué más hace falta? Son interrogantes que intentamos responder mediante el valioso aporte de los expertos que participan con sus ponencias.

Para esto, vamos a conocer experiencias regionales y mundiales de países que ya han dado este paso. Naciones cuyos reguladores, operadoras y plataformas para la inversión son cada vez más maduros.

Observar con detalle los ejemplos a nivel internacional le permitirá a Costa Rica identificar aciertos y replicarlos, según su contexto específico, así como obviar previamente las prácticas negativas, en lugar de experimentarlas.

Aprender es el primer paso. Esperamos que las ideas y las experiencias que se intercambien en este seminario sean la catapulta para el proceso de análisis que debemos emprender todos los gestores de los fondos de pensiones en Costa Rica y las autoridades gubernamentales vinculadas.

Invertir en obra pública: un camino muy atractivo

Msc. David Tuesta Cárdenas

Es máster en Relaciones Públicas con énfasis en Economía, graduado de la Universidad de Minnesota, Estados Unidos, además, es licenciado en Economía.

Actualmente se desempeña como Director Económico y Financiero del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en Madrid, España, donde anteriormente fue Director de Economía y Pensiones, así como Director del Departamento Económico en la misma entidad financiera en su sede de Lima, Perú. Además, fue Director Económico del Área de Impuestos en el Ministerio de Economía y Finanzas.

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.

¿Cuál es el rol de los fondos de pensiones? Esta es la pregunta que debe plantearse al iniciar cualquier reflexión sobre las posibilidades de invertirlos en infraestructura pública. Los gestores de fondos de pensiones tienen un rol fiduciario ineludible. Deben garantizar que sus decisiones de inversión beneficien a las personas que han depositado su

confianza en ellos como administradores de sus recursos.

"Los gestores de fondos de pensiones tienen un rol fiduciario ineludible"

Partiendo de este papel primordial, analizaremos cuáles son las oportunidades para la inversión de estos fondos en obra pública, cuál ha sido la experiencia en Latinoamérica (principalmente en Chile, México, Colombia y Perú) y cómo responden a las necesidades en cada país de reducir la creciente brecha de infraestructura regional.

Fondos de pensiones privados: gestión del portafolio y obra pública

A nivel latinoamericano, las reformas macroeconómicas de las décadas de los ochentas y noventas replantearon el rol del Estado en materia de seguridad social y confirieron un mayor protagonismo a los

fondos de pensiones privados. Si bien la obligación del Estado es preocuparse por estos temas, a partir de entonces comenzó a recibir mayor apoyo de estos sectores.

Sin embargo, más allá de que un país pueda necesitar infraestructura y de la importancia que esta tiene para el crecimiento económico,

los gestores deben realizar buenas inversiones. Esta es una tarea que exige no solo enfrentar las volatilidades en el corto plazo, sino las incertidumbres del largo plazo.

Este pensamiento es vital para los gestores ante un panorama que devela nuevos instrumentos de inversión en los países y dentro del cual surge

Recuadro 1. Principales incertidumbres



1. Demográfica: la longevidad. Las personas cada vez viven más años y es necesario pensar cómo se van a financiar sus pensiones con los recursos actuales.



2. Financiera: nos enfrentamos a un escenario de bajas rentabilidades a mediano y largo plazo, y estas implican que los fondos crezcan menos.



3. Productividad: el crecimiento de un país impacta directamente sobre el salario de las personas y su capacidad de ahorrar. La gestión económica puede variar.



4. Elementos institucionales: las reglas del juego, la normativa y el papel del Estado. Pueden funcionar para bien o para mal.

la obra pública. En Latinoamérica esto ha sido gradual: nadie ha empezado invirtiendo de la noche a la mañana. Siempre existe un proceso de maduración tanto de la economía como del mercado de capitales.

Es indispensable considerar, también, la madurez de los fondos en cuanto a la relación permitida por el régimen de inversiones y el

en gestionar el riesgo y la renta variable. Las mayores experiencias están en países como el Reino Unido, Canadá y Australia.

Por otra parte, siempre es relevante tomar en cuenta los razonamientos que están detrás de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura. Primero, el tema financiero, cuyos instrumentos pueden mejorar la

brecha ya que su capacidad de inversión está disminuida y hay un rezago permanente en la región desde la década de los ochentas. Finalmente, la política: hablar de inversión en infraestructura siempre será bien visto. Esto se evidenció durante la crisis económica mundial del 2008, cuando la reacción de los Gobiernos fue precisamente estimular las inversiones en obra pública.

"Nadie ha empezado invirtiendo de la noche a la mañana. Siempre existe un proceso de maduración, tanto de la economía como del mercado de capitales".

"Estos instrumentos pueden mejorar la frontera eficiente del portafolio y generar más ganancias con rentabilidad y riesgos gestionados".

mercado de capitales. Si han estado limitados, también lo estará su experiencia y, por lo tanto, la curva de aprendizaje por generar será mayor.

La dinámica debe construirse con el tiempo, dentro del marco regulador y supervisor. Algunos países escogen un sesgo doméstico e invierten solo dentro de sus fronteras. Otros se inclinan por un enfoque internacional e invierten donde están las mejores condiciones. Ciertos grupos piensan en la renta fija y escogen mínimos en materia de acciones o, por el contrario, creen

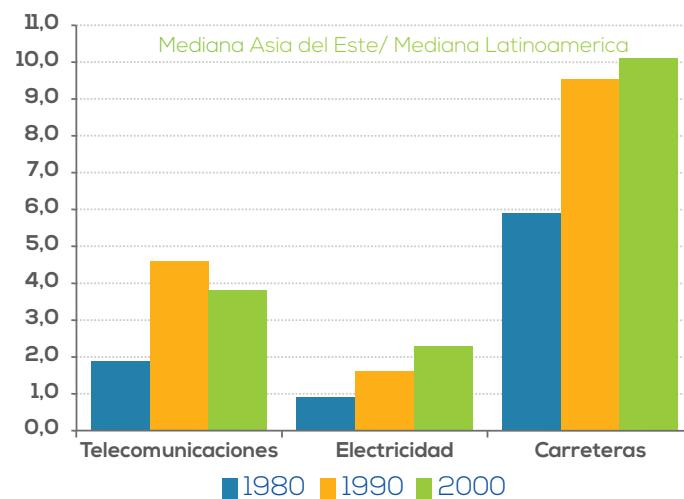
frontera eficiente del portafolio y generar más ganancias con rentabilidad y riesgos gestionados. Segundo, la imagen pública: para generar una relación más cercana entre la sociedad y la labor de los gestores. Un ejemplo es Chile, el sistema de carreteras financiado con los fondos de pensiones contribuyó a mejorar la opinión pública sobre ellos.

Tercero, la brecha de infraestructura. Los Gobiernos tienen un gran interés porque los fondos financien obras para cerrar esta

Necesidades de infraestructura vs. impacto de los fondos de pensiones

Latinoamérica enfrenta grandes necesidades en materia de infraestructura. Una comparación con el Sudeste Asiático permite ver que la brecha se amplía. Estos países 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.

Gráfico 1. Crecimiento: la brecha de infraestructura es clave



Fuente: World Bank/ Calderon and Serven)

Se estima que, para cerrar la brecha en Latinoamérica durante los próximos 25 años, se requiere una inversión de \$70.000 millones. Los fondos de pensiones administran más de \$700.000 millones.

"Pero, antes de cualquier decisión, es vital considerar todos los elementos de control y seguridad para que el proyecto llegue a buen término y la inversión sea rentable".

A primera vista, es muy tentador dejar que estos recursos financien la obra pública. Los fondos de pensiones pueden ser grandes socios para

sustituir o complementar la inversión pública. Pero, antes de cualquier decisión, es vital considerar todos los elementos de control y seguridad para que el proyecto llegue a buen término y la inversión sea rentable.

Sabemos que la infraestructura es importante para la productividad empresarial, y eso que, además, impacta directamente sobre el bienestar de las personas. En efecto, los fondos de pensiones pueden tener un efecto positivo en el crecimiento de un país y su PIB: reducen la carga de la deuda, favorecen el balance fiscal y mejoran los mercados laborales. Es así como se genera un círculo virtuoso.

Según Corbo y Schmidt-Hebbel (2003), en el caso de Chile, un punto porcentual de incremento en los fondos de pensiones tiene un impacto de entre 1 y 5 puntos en el PIB. Datos similares se encuentran en Colombia y Perú.

De nuestra parte, trabajamos en un metanálisis que contempló 130 modelos de inversión y 70 estudios relacionados con el impacto de la infraestructura en el crecimiento económico (Alonso, Tuesta y Ugarte, 2010). Como resultado de las elasticidades del crecimiento del PIB, hay incrementos entre

el 7% y el 14% de incremento a largo plazo, ante un cambio porcentual en el nivel de infraestructuras.

Tabla 1. Simulación para países LatAm de impacto en el crecimiento de inversión

	Costo de oportunidad de no invertir en infraestructura				Beneficio potencial de invertir en infraestructura Valor Presente Descontado/PIB (2005)	
	Brecha % entre el PIB per cápita en un escenario superior con infraestructura vs inercial % a cada año					
	2020	2030	2040	2050		
México	0,8%	1,0%	1,1%	1,1%	24,1%	
Chile	1,8%	2,7%	3,2%	3,6%	89,3%	
Colombia	0,9%	1,4%	1,8%	2,2%	49,15%	
Perú	1,6%	2,3%	3,0%	3,6%	103,3%	

Fuente: Alonso, Tuesta y Ugarte (2010)

En los casos de Chile, México, Colombia y Perú, las estimaciones señalan que el impacto en el crecimiento de los fondos puede fluctuar entre un 25% y un 100%, tomando en cuenta los niveles máximos que permiten las regulaciones en cada país. Según esta tasa teórica, la inversión en infraestructura es una influencia positiva. El reto es crear los instrumentos adecuados para darle un curso seguro a las inversiones.

Necesidades de los fondos e instrumentos de inversión

Los países requieren apoyo para cerrar la brecha, pero también hay necesidades

de parte los fondos de pensiones. Invertir en infraestructura permite diseñar una planeación financiera óptima, mejorar la estructura de los portafolios, el perfil de inversión y las relaciones riesgo-rendimiento.

Además, contribuye a reducir los riesgos políticos y regulatorios debido a que se genera una relación más directa con las necesidades del país y sus habitantes y, con esto, un clima favorable. Al final, el interés del gestor es que el fondo crezca y garantice que sus afiliados tendrán las pensiones que se les han prometido.

Para que los portafolios de los fondos inviertan en infraestructura, requieren encontrar el instrumento financiero apropiado. El menú es amplio de acuerdo con las preferencias. Encontramos aquellos de inversión indirecta, según los cuales el gestor invierte en instrumentos que no controla, pero sabe que estarán dirigidos en mayor o menor medida a infraestructura. Por ejemplo, las acciones de firmas, en el caso de instrumentos de renta variable o los bonos de firma, cuando se trata de instrumentos de renta fija.

Del otro lado, están los instrumentos de inversión directa, que exigen un mayor

"Invertir en infraestructura permite diseñar una planeación financiera óptima, mejorar la estructura de los portafolios, el perfil de inversión y las relaciones riesgo-rendimiento".

compromiso del fondo de pensiones con el desarrollo del proyecto. Aquí el papel del gestor cambia mediante una participación

más cercana, que puede abarcar desde la gerencia hasta la operación de la constructora o de la concesionaria que lo llevará a cabo. Las

acciones de un desarrollo de infraestructura (renta variable) y los bonos de infraestructura (renta fija) son ejemplos de ello.

12



Cierto es que cuanto más grande sea la exposición directa al proyecto, mayor será la rentabilidad. Pero, al mismo tiempo, los riesgos son más altos. Estas modalidades implican un gran expertise y la responsabilidad de asumir funciones que no son propias de un fondo de pensión. Claro que cualquier decisión depende del contexto y de los límites que permite el régimen de inversión a través de su marco institucional.

El menú de instrumentos disponibles se tiene que adecuar a la preferencia del fondo

de pensiones, respecto a riesgo y retorno, así como a la regulación financiera vigente. Como dijimos antes, la función fiduciaria es su rol primordial.

El siguiente gráfico muestra diferentes activos que puede adquirir un fondo y su relación entre rentabilidad y volatilidad. De esta muestra se observa que la rentabilidad de un activo de infraestructura es del 9.3%, que lo sitúa favorablemente en comparación con los bonos (5,2%), las acciones (8.1%)

e, incluso, los fondos de capital privado (10%).

Por otra parte, la volatilidad de los activos de infraestructura (7.9%) es menor que la de un fondo inmobiliario (9.5%), inclusive está por debajo del fondo de capital privado (30.2%). El perfil de riesgo de la inversión en infraestructura se encuentra entre el de bonos y el de acciones, lo que hace justamente que su relación riesgo-rendimiento sea mejor (muy cercana a los bonos) y que genere rentabilidades mayores.

Tabla 2. Activos de acuerdo con el riesgo y rendimiento esperado

Activos	Retorno Esperado	Volatilidad anualizada	5% de los peores rendimientos	Relación Riesgo-Rendimiento
Bonos (5 años)	5.20%	4.40%	3.10%	1.18
Acciones	8.10%	18.20%	1.10%	0.45
Inmobiliario	7.00%	9.50%	-1.30%	0.74
Infraestructura	9.30%	7.90%	-1.50%	1.18
Fondos de capital privado	10.00%	30.20%	-7.30%	0.33

Fuente: Morgan Stanley-Liability model (información a mayo 2007)

Los activos de infraestructura tienen la bondad de mejorar el perfil de riesgo de los administradores de pensiones.

¿Cómo invierten los fondos de pensiones en Latinoamérica?

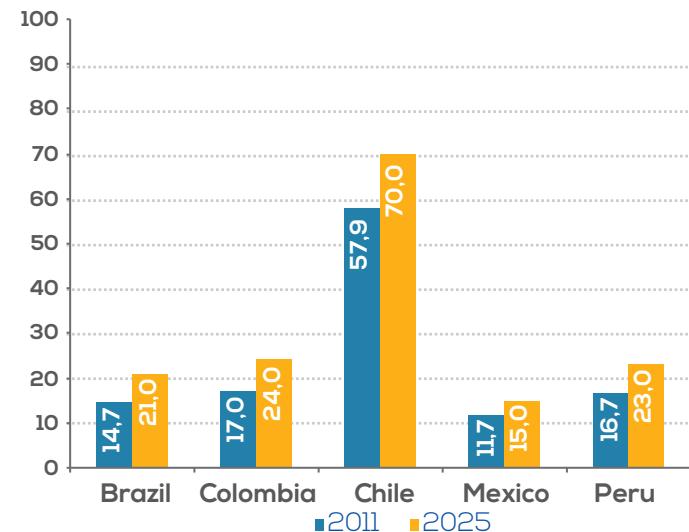
Para hablar de cómo los fondos deben invertir, el mejor punto de partida es analizar cómo lo están haciendo. Las experiencias de Chile, México, Colombia y Perú son claves para comprender el desarrollo de las inversiones en obra pública en la región.

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 (incluyendo el caso de Brasil) invierten, en total, cerca del 1,4% de su portafolio en infraestructura.

Siempre existe la posibilidad de invertir más. Sin embargo, las proyecciones sugieren que las inversiones experimentarán un crecimiento del 7% u 8% rumbo al 2025. Estas son cifras razonables cuando pensamos en un proceso gradual de aprendizaje. Los fondos deben tener la oportunidad de decidir cómo asumir los riesgos y por eso la imposición de montos de inversión no es un requerimiento sugerido.

En cuanto al porcentaje de inversión del PIB, Chile tiene la mayor cifra (60%) y se espera que en el 2025 tenga un 70%. Como muestra el gráfico, en la próxima década las demás naciones de la región invertirán de un 15% a un 20% de su portafolio.

Gráfico 3. Total FP LatAm – 2011 y 2025



Fuente: BBVA Research (2011)

Para el caso de estos cinco países, las inversiones indirectas llegan a los \$100 000 millones de dólares y representan, aproximadamente, el 15% de su portafolio. Pero al reducir el criterio hacia la inversión directa, las cifras se reducen a \$10.000 millones y abarcan el 1,4% del portafolio.

Perú es el que más invierte, con un 4% de su portafolio. Le sigue México, con un 3%; y Chile, con un 1,2%. Por país, las inversiones fluctúan entre el 1% y el 4% del portafolio.

Tabla 3. Inversión de los fondos de pensiones en infraestructura 2011

	TOTAL FP		Concepto amplio de Inversión en Infraestructura			Inversión Directa en Infraestructura		
	US\$ Mil Mill.	% PIB	US\$ Mil Mill.	% PIB	% Portafolio	US\$ Mil Mill.	% PIB	% Portafolio
Brasil	310	14,7%	62,6	3,0%	21,0%	3,1	0,1%	1,0%
Colombia	51	17,0%	9,5	3,5%	18,7%	0,4	0,2%	0,7%
Chile	158	57,9%	14,4	5,4%	10,3%	1,9	0,7%	1,2%
México	121	11,7%	10,8	1,1%	9,2%	3,5	0,4%	2,9%
Perú	24	16,7%	3,4	2,3%	11,1%	0,9	0,6%	3,7%
LatAm	664	17,5%	100,7	2,7%	15,2%	9,8	0,3%	1,4%

Así como Chile, México, Colombia y Perú han diversificado sus inversiones en fondos y acciones en el extranjero, Costa Rica deberá analizar cuáles son sus posibilidades de diversificación para garantizar mejores equilibrios entre rendimiento y renta. A nivel regional, Colombia y México aún muestran un fuerte sesgo de inversión en bonos del Estado, pero esto se debe a la necesidad pública de financiar el déficit fiscal.

En cuanto a los tipos de instrumentos, el aprendizaje de cada país les ha permitido desarrollar diferentes estructuras para mitigar los riesgos que puede implicar la inversión en infraestructura. Lo anteriormente

expuesto, luego de comprender la necesidad de crear contratos para su adecuada gestión, así como los incentivos para que los actores se comprometan y reciban penalidades o premios según sus niveles de cumplimiento.

Algunos de los esquemas desarrollados son los bonos de infraestructura de Chile, los bonos CRPAO y CRPI de Perú, el bono de infraestructura de Colombia (lanzado en el 2012) los CKD de México, incluso los fondos de infraestructura o Funds, que crean fondos de expertos sin que la exposición del gestor al riesgo sea directa.

Gráfico 4. Algunos instrumentos financieros usados por FP para invertir de manera directa en infraestructura

Bonos Infraestructura-CHL <ul style="list-style-type: none"> • 1998. Bonos con grado de inversión. • Hasta 24 años. Ingreso mínimo garantizado por el gobierno. • Riesgo político y regulatorio garantizado por monoliners y el BID. 	Bonos CRPAO -PER <ul style="list-style-type: none"> • 2006. Carreteras IIRSA. • Instrumento deuda (15años) emitido por el gobierno. • Garantía gobierno sujeto a estrictos mecanismos de supervisión (Certificado progreso). 	Bono CRPI -PER <ul style="list-style-type: none"> • 2006. Carreteras IIRSA. Instrumento deuda (15años) emitido por el gobierno. • Garantía gobierno sujeto a estrictos mecanismos de supervisión (Certificado progreso). 	Bono de infraestructura-COL (New!) <ul style="list-style-type: none"> • 2012. O&M. 10 años mínimo. • Mínima garantía gobierno. • Certificado de pago disponible. • 2 clases de bonos (activo y securitización).
CKDs-MEX <ul style="list-style-type: none"> • 2008. “Trust” instrumento estructurado para financiar uno o más proyectos. • Comité técnico para control del proyecto. • Participación de operadores experimentados (Real Estate, PE, Infrastructure (24%). 	Funds <ul style="list-style-type: none"> • Fondos de Infraestructura • Fondos de Private Equity • Fundos de Investimento em Participacoes-FIPs (BRA). 		

Las rentabilidades que se pueden obtener son altas. En el caso de los fondos mexicanos, se esperan, incluso, rentabilidades del 20 o 25%, superiores al 30% para un bono peruano destinado a una carretera, y cercanas al 10% para algunos ejemplos chilenos. Pero, para llegar a esto, hay que recorrer un amplio camino de trabajo y diligencia.

Consideraciones para la apertura hacia la inversión en obra pública

Antes de comenzar estos procesos, los encargados de los fondos deben pensar cómo diversificarán su portafolio y el grado de exposición que desean. No existe un porcentaje óptimo de inversión

y las imposiciones regulatorias no son recomendables. Todo dependerá de la perspectiva e institucionalidad del país.

Es necesario respetar el rol fiduciario de los gestores de pensiones. No se trata de invertir en infraestructura solo porque sí, sino porque será un activo que fortalecerá

"No existe un porcentaje óptimo de inversión y las imposiciones regulatorias no son recomendables. Todo dependerá de la perspectiva e institucionalidad del país".

el portafolio ante un escenario de tasas de rentabilidad bajas.

Además, considerar los efectos de la longevidad como factor demográfico, la frontera eficiente, el nivel de tolerancia ante el riesgo que se tendrá y la expertise requerida en cuanto a la calidad y cantidad del capital humano. Hay que tener claro que no toda obra pública es exitosa y que se requiere del apoyo de expertos en la materia.

En cuanto al rol de Estado, incentivar una mayor participación dependerá de las condiciones institucionales y de que los procesos que funcionen adecuadamente. La mitigación de riesgos debe asumirse con prudencia, para evitar que estos se trasladen

a la población como una carga fiscal. Todas las partes deben tener el mismo compromiso.

El marco institucional también es clave detrás de esto. Existen diferentes desarrollos normativos que permiten mayor o menor exposición, según las políticas de inversión. Analizar cuál es la legislación vigente y qué permite el mercado de capitales es clave para contribuir a cerrar la brecha de infraestructura en la región.

Los procesos son, muchas veces, el cuello de botella. Por eso deben estandarizarse a través de la definición de detalles de funcionamiento, plazos precisos y modelos claros. Es necesario trazar una ruta estratégica para la inversión. Por ejemplo, que el Estado evalúe todas las obras factibles y elabore un ranquin de

aquellas que son prioritarias. Así se garantiza coherencia y mayor transparencia en materia de concesiones.

Sí: los fondos de pensiones pueden invertir en infraestructura pública. Es, en efecto, atractivo; pero, primero, resulta indispensable garantizar procesos que funcionen, instrumentos seguros y un marco regulatorio adecuado. Prever todos los riesgos que puedan surgir en proyectos de este tipo y contar con las herramientas para mitigarlos.

No hay una fórmula única, porque el camino a seguir depende de las particularidades del país. Sin embargo, el primer paso es juntar las experiencias que se conocen y hacer que las cosas se pongan en marcha con el "sabor" de cada nación y según su problemática.

Participación público-privada para modernizar la infraestructura y su gestión

Lic. Federico Villalobos Carballo

Es Licenciado en Economía de la Universidad de Costa Rica y posee un MBA especializado en empresas del sector infraestructura en la Escuela de Organización Industrial, Madrid, España.

Actualmente se desempeña como Analista Financiero Senior en E3 Capital donde se encarga de realizar la evaluación económica y financiera de iniciativas Público – Privadas para proyectos. Además, es consultor académico para la empresa Structuralia, España, en materia de Financiamiento de la Infraestructura y Concesiones para la región de América Central.

La inversión de los fondos de pensiones en obra pública debe funcionar como un complemento entre el aporte estatal y el sector privado para generar la infraestructura que Costa Rica requiere y así cerrar sus brechas.

Para que esto sea posible, se necesita modificar el modelo actual y desarrollar esquemas de Participación Público Privada (PPP) eficientes y transparentes, que se conviertan en catalizadores para la inversión de recursos a largo plazo. Pero, ¿qué está pendiente para encauzar la entrada de los fondos y otros

inversionistas a un modelo conjunto de participación y cómo hacerlo?

Necesidades vs. recursos: el escenario costarricense

La discusión sobre la posibilidad de que los fondos de pensiones inviertan en obra pública sucede en un contexto en el que las necesidades exceden los recursos ticos.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, señala que, en promedio, un país

Solventar las necesidades actuales de Costa Rica, en cuanto a obra pública, requiere la participación complementaria del Estado y el sector privado. Pero, primero, es necesario modificar el esquema de concesión y generar confianza para los fondos de pensiones e inversionistas.

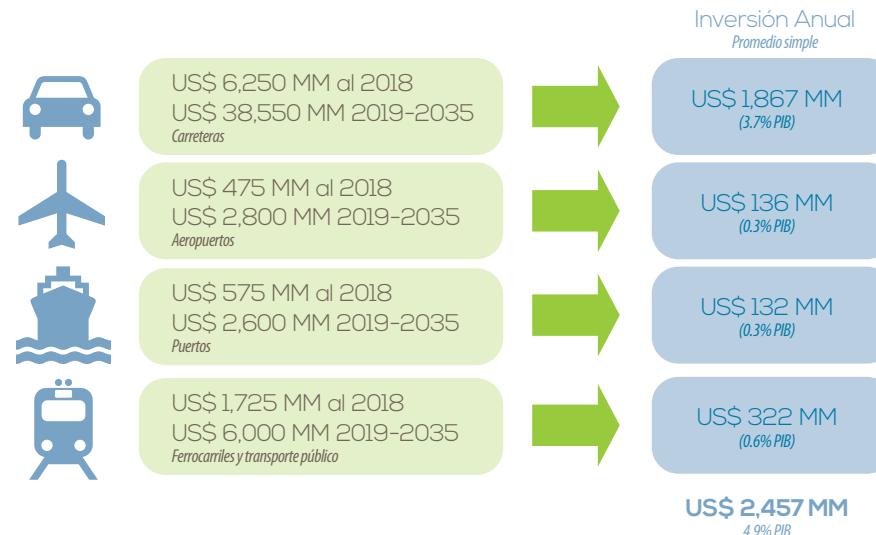
latinoamericano debe invertir un 5% del PIB en infraestructura (energía, telecomunicaciones, pavimentados, ferrocarriles y acceso a agua) para encarar la demanda actual. Excluye la rehabilitación y mejoramiento de la obra existente, uno de los principales problemas en Costa Rica. Sin embargo, esta inversión debería llegar a un promedio del 8% del PIB para equipar la media del sudeste asiático y

empezar a cerrar la brecha de las naciones latinoamericanas con respecto a estos países.

El Plan Nacional de Transportes del MOPT estima que el país debe invertir cerca del 5% del PIB durante 4 años para cubrir el rezago. Esto incluye carreteras, puertos, transporte público, aeropuertos, ferrocarriles y transporte público (\$322 mil millones). El gran total es de \$2 457 millones. Es un hecho que el país requiere una gran inversión tanto del Estado, como del sector privado.

promedio calculado para un lapso de 24 años, es necesario invertir un 3.7% anual del PIB (\$1867 millones) en carreteras; un 0,3% en aeropuertos (\$136 mil millones); \$132 mil millones en puertos; y un 0.6% en ferrocarriles y transporte público (\$322 mil millones). El gran total es de \$2 457 millones. Es un hecho que el país requiere una gran inversión tanto del Estado, como del sector privado.

Gráfico 5. Requerimientos de inversión (PNT CR)



Nota: Promedio calculado con base en 24 años. Se supone PIB Anual de aproximadamente US\$50,000 millones según la estimación del BCCR para 2013. Fuente: Elaboración propia con base en MOPT (2011). Plan Nacional de Transportes 2011-2035. Presentación: Una visión integrada para la modernización de nuestro sistema de transporte.

Los ingresos actuales del Conavi no cubren las necesidades cuantificadas. Por ejemplo, los recursos recurrentes llegan a los \$260 millones, que provienen principalmente del impuesto a los

combustibles (unos \$160 millones) y el impuesto a la propiedad de vehículos (unos \$100 millones). Esto es un 0.5% del PIB, lejano al 3.7% necesario. Actualmente, un 50% del impuesto a la

propiedad y un 30% del impuesto a los combustibles se destinan a la inversión en carreteras. Incluso, si se dedicara la totalidad de estos gravámenes, la cifra disponible rondaría el 2%.

Tabla 4. Conavi: recursos disponibles

Fuente de Ingreso (millones US\$)	2013	2012	2011
Impuesto sobre los combustibles	160	158	151
50% recaudación imp. propiedad de vehículos	96	90	90
Transferencias de Hacienda (San Carlos)	37	81	0
Empréstitos (BID)	134	108	0
Empréstitos (BCIE)	64	0	0
Transferencias Ruta 1856	33	0	0
Peajes operados por el Estado	5	5	5
Otros	4	9	10
Total	534	451	256
Recurrente	266	262	256
Recurrentes/Totales	50%	58%	100%
Recurrentes/PIB	0.5%	0.6%	0.6%

Impuesto Combustibles: 29% al CONAVI, del cual 75% se queda en poder del CONAVI para rutas nacionales y el 25% restante se traslada a la Tesorería Nacional para la red cantonal. El cálculo incorpora la reducción del 6% destinado al Poder Judicial. (Potencial: \$733 MM/ 1.5% PIB)

Propiedad Vehículos 2013: CONAVI retiene el 50%. El cálculo incorpora la reducción del 6% destinado al Poder Judicial. (Potencial: \$186 MM/ 0.4% PIB)

El Estado tiene recursos para invertir en infraestructura, pero no son suficientes. Los datos de la Contraloría General de la

República señalan que Costa Rica cuenta con \$2 684 millones aprobados en créditos (un 5.3% del PIB). No obstante, esto es

deuda para atender los problemas de hoy y lo que se requiere es una solución a largo plazo.

Recuadro 2. Un ejemplo sencillo. Necesidades vs. Recursos



PLAN NACIONAL DE TRANSPORTES

Necesidades
Inversión anual

18.7



CEPAL

BRECHA ATENDER NECESIDADES

5.0

BRECHA IGUALAR NIVEL ASIA

9.5

Imp. Gasolina + Marchamo

2.6

Deuda (hoy)

26.8

448.0

PNT

Supongamos que el Estadio Nacional cuesta \$100 millones. Según el MOPT, hay que invertir

estadios para atender las necesidades y 9,5 para igualar a Asia.

que llegan a los 27 estadios, anualmente. A largo plazo, por ejemplo, en los 24 años mencionados

"El Estado tiene recursos para invertir en infraestructura, pero no son suficientes".

en carreteras el equivalente a 18 o 19 estadios por año. Para la CEPAL sería equivalente a 5

¿Cuáles son los recursos que tiene Costa Rica? Los impuestos, que suman 2,6 estadios; y los préstamos,

para efectos del Plan Nacional de Transporte hay que invertir lo correspondiente a 448 estadios.

Modernizar la obra pública debe ser un esfuerzo sostenido en el tiempo. Es indispensable darle continuidad a los proyectos y fortalecer la industria de la infraestructura en cuanto a capital humano. Sobre todo, garantizar confianza mediante un modelo conjunto en el que los sectores público y privado sean complementarios.

Los fondos de pensiones y la participación público-privada

Un mayor esfuerzo estatal debe estar acompañado de inversión privada para satisfacer la demanda actual y futura. En este escenario, 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 o delimitar alguna cantidad específica. Esto dependerá de su propia política de manejo de inversiones, ya sea directa o mediante mecanismos indirectos, en renta fija o deuda. Adicionalmente, requieren un esquema para invertir.

El Banco Interamericano de Desarrollo, BID, (2013) menciona algunas políticas recomendadas de promoción para que los flujos de ahorros se destinen a infraestructura. Primero, contar con un marco institucional más sólido que asegure la eficiencia del gasto público e impulse la inversión privada. Segundo, hay que asegurar la ejecución de las leyes y de los contratos de concesión pues existen niveles de riesgo que son inaceptables para los fondos de pensiones y para cualquier inversionista a largo plazo.

Tercero, el país tiene que definir un programa de proyectos prioritarios, para formar una industria de la infraestructura y garantizar constancia.

Finalmente, fomentar los mecanismos Participación Público Privada (PPP) adecuados para que esto sea posible.

Una PPP en la buena teoría

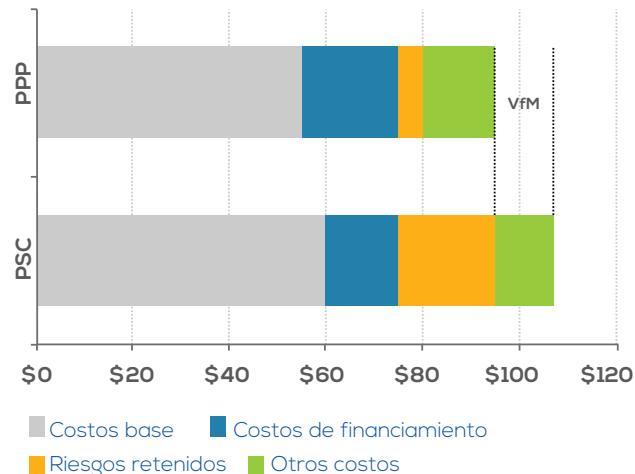


Fuente: Adaptado de OECD (2010). Dedicated Public-Partnership Units y Foro Económico Mundial (2013). Strategic Infrastructure Steps to Prepare and Accelerate Public Private Partnerships.

Es un contrato entre el sector privado y una agencia pública para la provisión de un activo o servicio público, en el cual el sector privado asume un nivel significativo de responsabilidad en términos de riesgos y administración del proyecto (Banco Mundial, 2012). En cuanto a las formas de pago, también hay variedad de mecanismos: el usuario puede asumirlo por completo (peaje), puede haber pagos directos del Estado o de una agencia pública, o una combinación de ambos.

Se clasifican por tipo de gestión (estatal o privada) o por el financiamiento y la propiedad de la obra (financiamiento y propiedad estatal, combinaciones entre Estado y sector privado o privatización total). Hay muchas estructuras. Desde el modelo convencional que se financia y gestiona a nivel estatal, hasta esquemas de lease en los que el Estado financia y el actor privado gestiona el peaje sombra en el que el primero paga por la disponibilidad de la obra y la tradicional concesión.

Gráfico 6. PPP o tradicional: Value for Money



Fuente: Adaptado de Ontario Infrastructure (2007). *Assessing Value for Money: A Guide to Infrastructure Ontario's Methodology*.

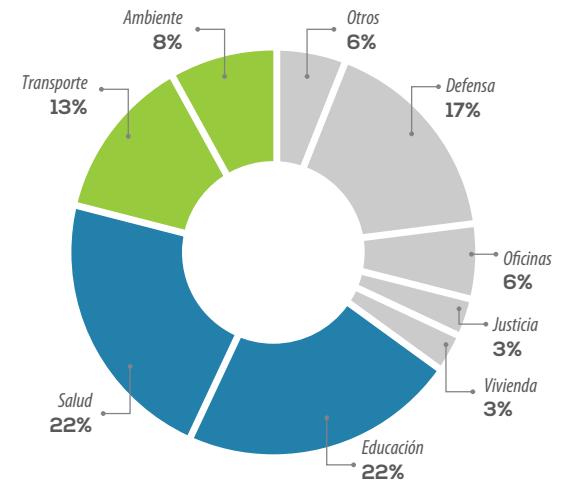
Costa Rica a la luz de experiencias del Reino Unido y Corea del Sur

Desde 1992, la inversión en el Reino Unido ronda los \$180 mil millones de dólares e incluye más de 700 proyectos de obra pública. Educación (22%),

Salud (22%), Transporte (13%) y Ambiente (8%) son los sectores en los que más se ha invertido. Se enfocan en infraestructura social, a través de pagos directos del Estado y según el desempeño de los proyectos. Es decir, sin cobros al usuario.

Emplean esta figura de acuerdo con políticas de largo plazo y para servicios que se sostendrán a lo largo del tiempo. Además, su modelo garantiza el concepto de "valor del dinero" y las posibilidades de transferir riesgos al sector privado. Por otra parte, consideran el potencial de los proyectos para generar ingresos adicionales debido a los costos de transacción, las obras deben superar los \$30 millones.

Gráfico 7. Reino Unido (PFI)



Fuente: HM Treasury (2011). *The Green Book* y HM Treasury (2012), *A new approach to public private partnerships*.

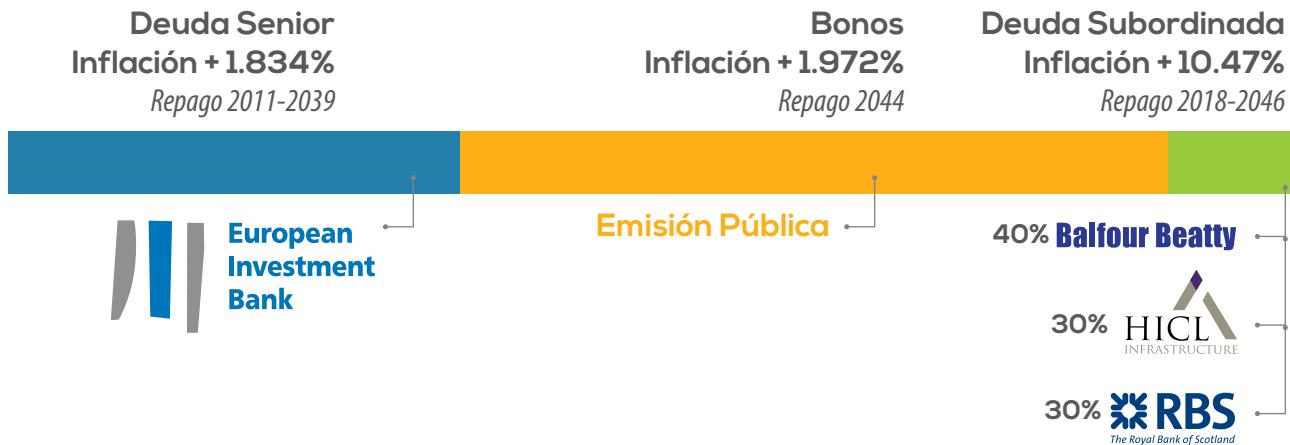
El Ministerio del Tesoro de Reino Unido es la entidad que desarrolla las políticas. Se trabaja a partir de contratos estandarizados y se educa a las instituciones sobre el procedimiento para desarrollar estos proyectos. Intervienen tanto para asegurar el "valor por dinero", como en las fases de viabilidad financiera y comercial. A diferencia de nuestro país, en donde el MOPT promueve y aprueba, ellos separan a la entidad encargada de la decisión.

Este es un ejemplo de un desarrollo hospitalario. Con una inversión de \$960 millones, la concesión contempla el diseño, construcción, financiamiento y mantenimiento por 40 años de un centro médico con 1 231 camas y 30 quirófanos. Los pagos del Estado se dan según el desempeño mostrado y se crean mecanismos para mitigarlos a través del desarrollo comercial que surge alrededor de todo hospital: farmacias, laboratorios, centros comerciales,

que también pueden ser explotados por el sector privado.

¿Cómo se financia? Debe haber claridad total. Un 10% de equity lo asume un consorcio integrado por un banco, un fondo de infraestructura y la constructora. Estas partes asumieron su riesgo y entraron por medio de una deuda subordinada. Se hizo una emisión pública de bonos (55%) y además entró un crédito senior en el proyecto (35%).

Gráfico 8



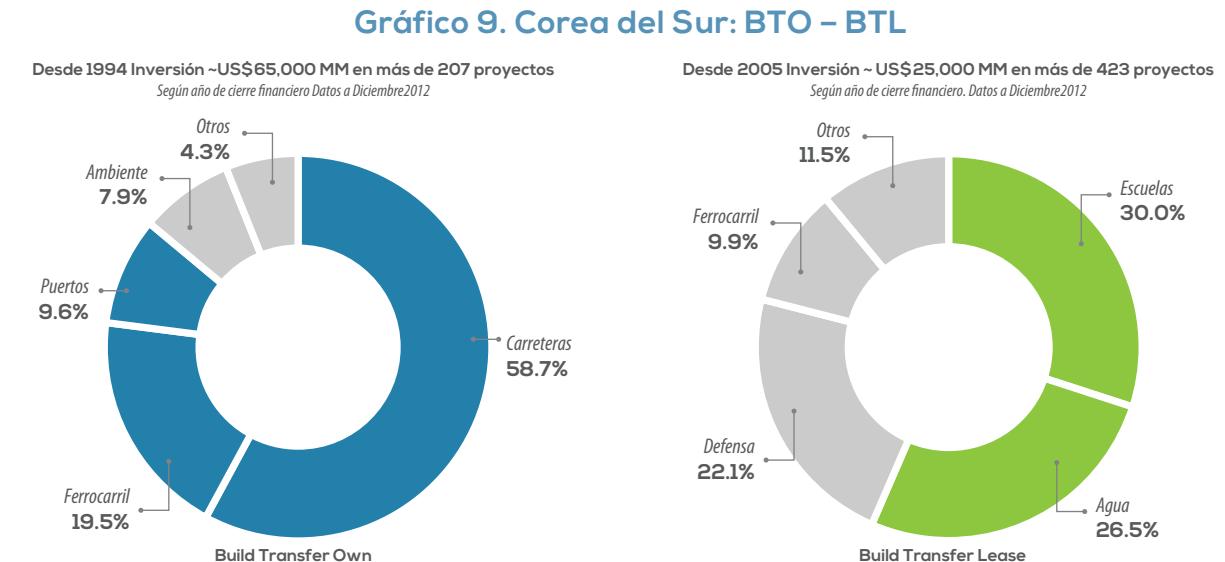
Fuente: Elaboración propia con base en University Hospital Birmingham, NHS Foundation Trust (2006) Birmingham New Hospitals Project Full Business Case. HICL Infrastructure Company Ltd. (2013). Overview of the Company, its Investment Adviser and performance. Consort Healthcare (Birmingham) Funding PLC (2012). Annual Report and Financial Statements for the Year Ended 31 December 2012.

Ahora el caso de Corea del Sur. Han empleado BOT con cobro al usuario (\$65 000 millones invertidos desde 1994) en sectores como carreteras (58,7%) y ferrocarriles (19,5%), y también esquemas de lease (\$25 000 millones de inversión desde el 2005),

enfocados en escuelas (30%) y agua (26.5%) principalmente.

Tal y como el modelo británico, las aprobaciones están en manos del Ministerio de Hacienda y el tema

de obra pública se considera en sus políticas fiscales. Cuentan con el PIMAC, una institución dedicada a la gestión de la inversión pública y privada en infraestructura para promover la educación y el desarrollo de los proyectos.



Fuente: Public & Private Infrastructure Investment Management Center

Los criterios de selección están fijados con claridad y diversos profesionales intervienen en los análisis de "valor por dinero" durante sus fases. Además, han desarrollado un sistema de soporte estatal que atrae a grandes inversionistas y a empresas consolidadas del mercado, a través de mecanismos como el subsidio, el pago de los costos de ofertar, las recompras de proyectos y los fondos de garantías. Estas son condiciones especialmente atractivas para los fondos de pensiones.

Recuadro 3. Corea del Sur: Soporte estatal

<p>Subsidio</p> <ul style="list-style-type: none"> • Subsidio de construcción o crédito de largo plazo para mantener tarifas razonables para los usuarios. • Aportes estatales se realizan proporcionalmente a los aportes equity del concesionario. • Aplica tanto en la fase de construcción como en la operativa 	<p>Costos de ofertar</p> <ul style="list-style-type: none"> • Compensación de costos por participar en las licitaciones. • Promueve mayor innovación por parte del sector privado. • Se compensa a las ofertas ganadoras e incluso aquellas no elegidas que obtuvieron calificaciones elevadas.
<p>Compra de proyectos</p> <p>El concesionario puede solicitar la re-compra cuando:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un desastre natural o fuerza mayor ocasiona que la construcción se detenga por más de 6 meses o incrementa los costos más de un 50% • La construcción u operación se detiene por más de 6 meses debido a incumplimiento Estatal. 	<p>Fondo de garantías</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un fondo estatal brinda garantías crediticias a los concesionarios. • Existe un límite de garantía para cada concesionario. • El cobro máximo a los concesionarios es de 1.5% anual sobre la suma garantizada.

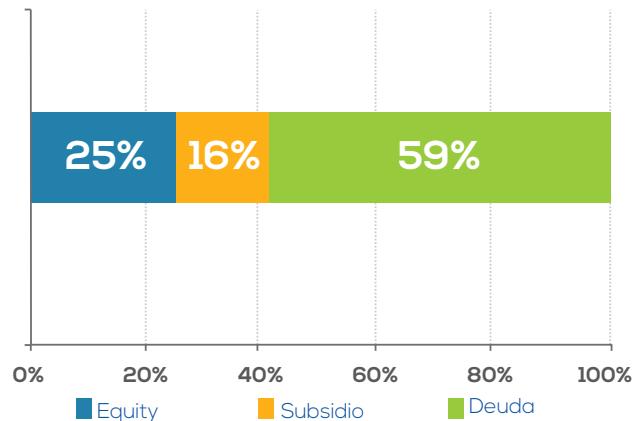
El siguiente ejemplo es una carretera que conecta con el Aeropuerto de Corea. Es una concesión de 30 años para su diseño, construcción, financiamiento y mantenimiento, con una inversión de \$1 200 millones. Se establecieron garantías para cubrir un 80% mínimo de ingresos y ganancias

para el Estado por encima del 110% del flujo proyectado. Es así como se define una tarifa promedio de \$5,7 para una circulación diaria de 52,970 vehículos (\$302,625 diarios).

El financiamiento consiste en un 25% de equity, un subsidio estatal del 16% y un 59%

de deuda subordinada, con participación de accionistas internacionales y locales (donde podría colocarse, por ejemplo, un fondo de pensiones). Al igual que en el Reino Unido, los inversionistas diversifican su portafolio por tipos de proyectos e instrumentos

Gráfico 10. Estructura de financiamiento



“El sistema está altamente politizado y genera desconfianza tanto en los inversionistas como en los ciudadanos”.

Es indispensable priorizar necesidades ya que actualmente el país camina sin rumbo. Diferenciar entre proyectos nuevos y aquellos que ya funcionan. Además, saber cuáles son aspectos críticos para el país y cuáles son de importancia. Por ejemplo, la energía es un tema crítico porque es vital para que la nación opere. De importancia nacional es que esa energía sea renovable.

Por otra parte, el Estado requiere una amplia paleta de opciones en cuanto a los instrumentos para financiar y gestionar. Más allá de las donaciones, tener la posibilidad de que sea a nivel

estatal, a través de los contribuyentes, por medio de una PPP o un servicio gestionado público o privado. No hay visión sobre el ciclo de vida de los proyectos. Se considera solo el costo de construcción sin prever necesidades de mantenimiento y costos finales.

El modelo tico de concesión adolece de un marco institucional débil. A diferencia de los ejemplos analizados, en Costa Rica quien planifica a su vez da la luz verde a los proyectos de concesión. No hay una separación sana que permita mayor criticidad en los procesos de selección. El Consejo Nacional de Concesiones está adscrito al MOPT.

La infraestructura no es vista como un tema de política fiscal. Esto impide que, a nivel de financiamiento y gestión, participen profesionales de ciencias económicas e incluso del Ministerio de Hacienda. El sistema está altamente politizado y genera desconfianza, tanto en los inversionistas como en los ciudadanos.

La transparencia y la comunicación son limitadas en cuanto a decisiones de selección, ejecución y fiscalización de los proyectos y se carece de políticas de capacitación para los participantes del sector. Las instituciones públicas deben saber cómo realizar los proyectos,

cuáles son los modelos disponibles y cómo funcionan.

Los elementos que necesita Costa Rica

Para que los modelos PPP funcionen, en el caso de fondos de pensiones y otros inversionistas que puedan canalizar recursos en proyectos de infraestructura, primero es necesario que el sector experimente una reforma.

Como se mencionó anteriormente es vital separar la planificación de la provisión. El MOPT tiene la rectoría en la materia, pero sus decisiones deben pasar por un filtro que incluya órganos con independencia. La inversión en infraestructura involucra pagos directos del Estado y, por eso, debe

tomarse como un elemento de política fiscal. Según esto, se requiere la participación del Ministerio de Hacienda.

Costa Rica tiene que definir su rumbo. Priorizar y planificar los proyectos comprendiendo un ciclo de vida más amplio que la simple fase de construcción, previendo la inversión final que requerirán y determinando aquellos que son prioritarios para satisfacer las necesidades del país.

La planificación es clave para una gestión adecuada. Esto exige considerar todo tipo de riesgos: de desarrollo y construcción, de manutención y de financiamiento porque, al final, estos son costos que se trasladan al usuario. Es importante que la infraestructura sea vista a largo plazo y establecer criterios

claros sobre cuándo la obra se construye por iniciativa privada y cuándo es mejor por la vía pública.

Una adecuada estructura institucional generará la confianza necesaria para que los inversores (particularmente los fondos de pensiones) se animen a participar. Se debe trabajar desde una visión interdisciplinaria para crear una industria de la infraestructura fuerte y que opere con esfuerzos sostenidos en el tiempo.

Después de todo, las PPP son parte de la caja de herramientas que el Estado necesita para establecer relaciones ganar-ganar con los inversionistas, tanto nacionales como internacionales, dentro de un marco de transparencia en el que la ciudadanía pueda creer.

Alianzas público-privadas y la participación de los fondos de pensiones

Lic. Alejandro Alberto Solórzano Mena

Es licenciado en Ciencias Económicas con énfasis en Administración de Empresas de la Universidad de Costa Rica.

Se desempeña como Gerente General de la Operadora de Pensiones Vida Plena OPC, donde trabaja desde el 2000, es el vicepresidente de la Asociación Costarricense de Operadoras de Pensiones, de la que fue presidente en el año 2007, fue profesor de Administración Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica y Asesor Parlamentario de la Asamblea Legislativa de la reforma de pensiones #7531. Además, fue miembro Director de la Comisión Ejecutiva Interamericana de Seguridad Social y Ex Vicepresidente de la comisión de financiamiento y actuariado del CIESS.

Las alianzas entre el Estado y el sector privado con el fin de solventar necesidades de desarrollo, infraestructura o prestación de servicios, no son nuevas: transporte, telecomunicaciones, energía y minería, son solo algunas áreas que han resultado terreno fértil para este modelo en el concierto internacional.

Costa Rica también dispone de ejemplos con sinergias de este tipo, como los servicios

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.

“El desarrollo de infraestructura pública con fondos de pensión trasciende la mera construcción de carreteras”.

concesionados de transporte público (taxis y autobuses) o la construcción de proyectos hidroeléctricos con empréstitos, aportes o préstamos provenientes de bancos u organismos internacionales.

En la actualidad, acudimos a un interesante debate acerca de la viabilidad de utilizar los fondos de pensión para atender la apremiante necesidad de infraestructura que experimenta el país.

Para tener una idea, basta con echar un vistazo a números gruesos del sistema costarricense de pensiones. Los fondos administrados por el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) así como los fondos de pensiones complementarias, alcanzaron los \$13 000 millones (más de ¢6 billones de colones). Solo el régimen complementario de pensiones aumentó su portafolio, entre el 2011 y el 2012, en \$1 030 millones, y el Sistema Nacional de Pensiones en su conjunto experimentó un crecimiento

La coyuntura actual no debe encasillar el intento por darle una perspectiva más amplia a la discusión. El desarrollo de infraestructura pública con fondos de pensión trasciende la mera construcción de carreteras.

Quizás, lo acontecido en ese caso en particular nos haga volver la vista atrás, en aras de avanzar en el futuro. Como país, fuimos capaces, en el pasado, de echar mano a las alianzas público-

Alianzas público-privadas: una relación de conveniencia

A diferencia de los fondos maduros, que deben disponer de liquidez para afrontar los pagos mensuales a sus afiliados, la relativa juventud de nuestro sistema de pensiones complementarias (doce años) le permite seguir creciendo, gracias a una estructura más amplia de portafolios e inversiones.

Existe una relación directa entre el desarrollo de infraestructura y el crecimiento económico. La infraestructura incrementa la productividad, genera empleo formal y, por consiguiente, implica un aumento en el aporte para los fondos de pensiones.

cercano a los \$1 900 millones en el mismo periodo.

Esto quiere decir que si utilizáramos únicamente ese último margen para hacer carreteras, dispondríamos de recursos suficientes para realizar seis veces la fallida construcción de la vía entre San José y San Ramón (cuya concesión fue estimada en \$300 millones).

privadas cuando el Estado carecía de los recursos para desarrollar las obras necesarias.

En el afán de valorar dicha posibilidad desde una perspectiva técnica y desapasionada, conviene revisar los antecedentes y analizar los distintos roles que tienen los actores que intervienen.

Dentro de esta estructura, encuentra espacio el financiamiento de obra pública. Pero, ¿por qué le interesaría a los fondos de pensiones participar en este tipo de proyecto?

Sencillamente, porque su 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 (siempre y cuando se tomen las medidas adecuadas).

Ya los fondos de pensión han participado en esta dinámica a través del financiamiento de infraestructura con algunos ejercicios que han sido muy exitosos.

El caso más reciente es el de los fideicomisos del 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".

Ciclo de vida

Como en cualquier otro proyecto, las alianzas público-privadas para inversión en obra pública deben cumplir distintas fases o etapas por cumplir.

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.

Salir de la parálisis

La pérdida de credibilidad en las instituciones públicas ha afectado el financiamiento de proyectos bajo el esquema de alianzas público-privadas. Sin el involucramiento de la comunidad y una estrecha comunicación, no es posible conocer sus necesidades reales y asignar prioridades de manera acertada.

Proceder de esta forma puede provocar dos efectos: que la obra sea abortada o que se construya y los usuarios no la utilicen, con lo cual se compromete el repago del proyecto a futuro.

En Chile, por ejemplo, se invita a la población a presentar proyectos para la concesión de

obra pública. De esta forma, se aprovecha el conocimiento que tiene la población sobre sus propias necesidades y se orientan mejor los recursos para el desarrollo y las obras de infraestructura.

Una obra que incrementa el costo que paga la población por un mismo servicio, sin brindar explicaciones razonables sobre sus beneficios, sencillamente carece de "factibilidad social".

atasco, tal y como reza la sabiduría popular: "Después de la protesta, la propuesta".

Las instituciones involucradas deben mejorar los procesos de planificación, contratación y gestión en aras de hacer las obras viables y brindar a los fondos de pensiones una oferta de proyectos en los cuales invertir. Estos ya demostraron a través de las inversiones en los proyectos hidroeléctricos Cariblanco, Peñas Blancas y Garabito, que tienen interés y están

conurrencia de eventos inesperados a lo largo del periodo.

Un correcto proceso de planificación contemplará estos "mejoradores" de crédito al momento de estructurar los instrumentos financieros para llevarlos al mercado.

La mayoría de proyectos que generan flujos futuros son monopolios con precios regulados, lo cual brinda una ventaja a la hora de disminuir la incertidumbre y

"Sin el involucramiento de la comunidad y una estrecha comunicación, no es posible conocer sus necesidades reales y asignar prioridades de manera acertada".

Esta carencia de factibilidad nos está pasando una alta factura por los costos que implica retrasar, interrumpir, cambiar de operador o indemnizar un fallido proyecto, sin que esto redunde en obra visible para la población. Genera un nocivo escepticismo y una incertidumbre que debilitan nuestra institucionalidad, afectan la confianza en el modelo y paralizan obras claves para el avance del país.

Este rápido diagnóstico nos debe obligar a buscar propuestas viables para salir del

dispuestos a participar en iniciativas similares, tanto en las fases de construcción como de operación.

Garantías y seguros

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

permite "blindarse" contra la inflación y el tipo de cambio, a la vez que le permite al Estado liberar recursos que podría usar en otros fines.

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.

Recuadro 4. Los fondos de pensiones y la inversión en infraestructura

	El Estado	Fondo de pensiones
¿Por qué?	Hay carencia de recursos para construir obra pública.	Es una fuente natural de financiamiento debido al calce de plazos.
¿Flujo de ingresos?	Se da vía precio regulado.	Esto representa un flujo constante de ingresos predecibles.
¿Ventajas?	Se liberan recursos para otros fines y se disminuyen los costos financieros.	Brinda cobertura contra la inflación y bajo riesgo por tipo de cambio.

Siguientes pasos

Con el ánimo de motivar una discusión sobre el camino a seguir en este tema, quisiera citar algunos de los pasos pertinentes para romper la parálisis que experimentamos hoy:

- Revisar la ley de concesiones, que data del año 1998, y determinar fortalezas y oportunidades de mejoramiento (por ejemplo, el texto vigente permite el cambio de operador a medio camino, algo que ha resultado ser controversial).
- Crear un portafolio de proyectos viables para la inversión, de manera que los jugadores del mercado financiero puedan

valorar su participación. Este portafolio debe considerar las aspiraciones, necesidades y posibilidades de pago de los destinatarios.

- Contar con un mapa de riesgos para cada proyecto. Cuando se financia a largo plazo la práctica usual es disponer de un prospecto que indique al inversionista las condiciones y riesgos que estaría asumiendo.
- Revisar los procesos de planificación, contratación y gestión de proyectos, incorporando el modelo de financiamiento desde el principio (definición del tipo de financiamiento, esquemas de garantías y seguros).
- Estructurar proyectos atractivos y susceptibles de atender la oferta pública; es decir, con liquidez, adecuada fijación de precios y baja volatilidad. Cuando un fondo de pensiones invierte a largo plazo se expone a la fluctuación de las tasas de interés y, como consecuencia, a la variación de los precios de los títulos. Esto puede generar minusvalías o plusvalías en los portafolios. El diseño de los instrumentos contribuye a disminuir estas variaciones.
- Y, finalmente, es relevante revisar también el régimen de inversión de los fondos pensiones, de manera que se incentive su participación en proyectos de esta naturaleza.

Inversión en obra pública: oportunidad para el país y los fondos de pensiones

Lic. Roger Porras Rojas
Director Ejecutivo de
JUPEMA

Es licenciado en Economía, director ejecutivo de la Junta de Pensiones desde el año 2010.

Fue director nacional de Pensiones durante el periodo comprendido entre el 2008 y el 2010, asesor en varias instituciones del Estado en materia de seguridad social y económica, y autor de libros en temas de historia económica y de varios artículos de política social.

Para comenzar a discutir sobre la participación de los fondos de pensiones en el financiamiento de infraestructura pública, es necesario que antes analicemos la estructura propia del fondo.

versus el administrado por IVM), y que es un régimen con un perfil definido que debe garantizar una tasa técnica actuarial mínima para cumplir con la promesa de pago de pensión que se hizo al sector Educación costarricense.

"Aunque esas estructuraciones, plazos y duraciones sean diferentes, podemos diversificar nuestros portafolios a partir de las oportunidades de inversión que se generen con los temas de concesión de obra pública".

En el caso de la Junta de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional estamos hablando de un fondo de pensiones del primer pilar que es relativamente nuevo, con un pasivo financiero relativamente bajo en comparación con los ingresos financieros que actualmente administramos (si lo vemos

Partiendo de esta premisa, podemos comenzar a hablar de la estructuración de los portafolios de inversión del régimen.

La estructura de nuestras inversiones debe ser diferente, pero esto no significa que no podamos aprovechar o diversificar nuestros portafolios a

partir de las oportunidades de inversión que generen los temas de concesión de obra pública o el desarrollo del aprovechamiento de estos recursos para financiarla.

En Costa Rica existen diferentes figuras jurídicas para el desarrollo de obra pública: fideicomisos, concesión de obra pública, desarrollos de gestión interesada y desarrollo inmobiliario, todo esto lo que pretende claramente es capturar recursos que el Gobierno no tiene, provenientes de diferentes sectores, para financiar el desarrollo de la infraestructura que el país necesita y es ahí donde los fondos de pensiones tenemos oportunidades.

Obra pública: oportunidades jurídicas, económicas y sociales

Al hablar de financiamiento de obra pública se abre un sinfín de oportunidades: se trata de una relación ganar-ganar para todos los involucrados en este proceso: Gobiernos, inversionistas y ciudadanos.

Desde el punto de vista jurídico, el desarrollo de obra pública posibilita la alianza público privada

para la construcción de obras estratégicas que no solo inciden en la calidad de vida de los ciudadanos, sino que impulsan los niveles de competitividad del país y su estructura productiva; además, se logran atender mayores necesidades reclamadas por los habitantes en menores tiempos de respuesta, y constituye una herramienta político – económica efectiva para la atención de la infraestructura en situaciones limitadas de recursos.

A esto se suma el beneficio de que los dineros con los que cuenta el Gobierno a su alcance se utilizan en proyectos específicos y que los casos de apelación se resuelven internamente (a través de los comités de vigilancia) e implementando los principios de la Ley de Contratación Administrativa.

Desde el punto de vista financiero, la implementación de proyectos de inversión en obra pública utilizando recursos del sector público–privado, como lo son los fondos de pensiones, potencia el desarrollo del mercado de valores costarricense, diversifica el portafolio de inversiones con mayores rendimientos y reduce los riesgos por concentración de recursos en determinados sectores.

¿Por qué nos interesa a los fondos de pensiones participar en este tipo de desarrollos? Existen varias razones, pero la más importante es que nos permitiría una mayor diversificación del portafolio de inversiones, un portafolio que actualmente tenemos totalmente concentrado y que, como he dicho claramente en otras ocasiones, no es sostenible en el largo tiempo para un fondo de pensiones de perfil definido y de primer pilar.

Si seguimos con la estructura que tenemos hoy no podremos garantizar tasas reales, si seguimos con el mercado de capitales o con las posibilidades de inversión que actualmente tenemos, no podremos lograr efectivamente posibilidades de inversión que nos garanticen mayores niveles de rentabilidad y que se reflejen en mayores retornos por las inversiones.

Otro de los beneficios que genera la inversión en obra pública para los fondos de pensiones es la reducción de riesgos por concentración de recursos, y esto va en línea con el objetivo final de los fondos de pensiones de cumplir con la promesa de pago que le hicimos a nuestros agremiados, la promesa de pago de la mejor pensión posible.

¿Qué falta en Costa Rica?

En nuestro país existe una falta de visión estratégica para el desarrollo de proyectos, cuyo punto de partida debe ser la definición de prioridades y del modelo de planificación estratégica para atenderlas.

El tema de obra pública tiene que verse como un proyecto de política económica, debemos plantearnos cómo estimular el desarrollo y la inversión en infraestructura en el marco de una política fiscal más eficiente.

Este momento no posee esas características y, al ser parte de una estructura institucional de Gobierno, débil para atender las demandas de obra pública, no cuenta con la capacidad de respuesta que se requiere para el desarrollo de los proyectos que el país necesita.

También, es importante que los portafolios de inversión de los fondos de pensiones puedan destinar parte de sus recursos al desarrollo de obra pública, esto por una simple razón: se trata de inversiones de largo plazo donde se tienen pasivos actariales relativamente bajos, con una proyección de ingresos y

incrementando los gastos, los pensionados o los pasivos de cada uno de ellos.

Es una posibilidad lograr un cambio positivo en la rentabilidad, pero para ello tiene que lograrse una adecuada gestión de riesgo asociado con estas inversiones o a este tipo de proyectos a partir de las diferentes garantías que se puedan constatar, no podemos pensar que se trata de tomar el dinero de las pensiones y ponerlo a desarrollar infraestructura: para que esto funcione se requiere una planificación adecuada y estructurada. Debemos valorar cada uno de

"El objetivo final de los fondos de pensiones es cumplir con la promesa de pago que le hicimos a nuestros agremiados".

El Consejo Nacional de Concesiones debe recuperar su nivel técnico y contar con plena independencia.

Además, el Consejo Nacional de Concesiones debe recuperar su nivel técnico y contar con independencia, ambas cosas obligatorias para tomar decisiones prioritarias según las necesidades del país; lamentablemente, en

flujos relativamente alta durante un periodo. Claramente, podríamos calzar esos flujos para desarrollar o generar inversiones en este tipo de proyectos de manera que no existan desequilibrios conforme se vayan

los proyectos de inversión y analizar el flujo de ingresos antes de invertir.

Otro elemento fundamental es crear las reformas legales requeridas para facilitar la inversión en

obra pública, necesitamos leyes que brinden mayor seguridad jurídica a este tipo de proyectos.

Ahora bien, ¿quién debe iniciar este proceso? Estamos hablando de una decisión que, si bien es cierto ya cuenta con una gran participación de entes técnicos, requiere de una definición política por parte del Gobierno que la defina como prioridad, de lo contrario seguiremos nosotros realizando esfuerzos aislados y particulares que no nos conducen a nada concreto.

Ya que estamos en época electoral, los partidos políticos deben "agendar" este tema, y no como

a Costa Rica cuáles son los proyectos que debe ejecutar; probablemente podamos hacer sugerencias, pero no podemos olvidarnos de que somos inversionistas y de que la definición de las obras recae en una definición política.

Muchas veces, uno se cuestiona ¿por qué este tipo de proyectos no llegan al mercado de valores?, ¿por qué no se logra generar suficientes proyectos para que todos los inversores podamos ser parte del mercado de capitales a partir de la titularización de flujos? Me atrevería a decir que podríamos tener algunas participaciones dentro de este esquema con la adecuada delimitación

lograremos un impacto directo en el tema del desarrollo de concesión de obra pública si no le damos la continuidad requerida. Cada uno de nosotros, dentro de las diferentes instituciones que representamos y de manera conjunta, en algunos casos, somos responsables de seguir trabajando para tener esta otra alternativa de inversión.

Concluyo con una reflexión: alguien me preguntó si, alcanzando el tema de inversión en obra pública, no tendríamos que modificar el perfil de beneficios de ninguno de los regímenes de pensiones.

"Debemos valorar cada uno de los proyectos de inversión y analizar el flujo de ingresos antes de invertir".

parte de su agenda meramente politiquera, sino dentro de una agenda técnica a partir de la cual podamos arrancar, debe existir un ente que logre articular los diferentes sectores para lograr con efectividad las reestructuraciones que se necesitan.

¿Y cómo definir cuáles son los proyectos prioritarios de obra pública que requiere este país? Nosotros, los inversionistas, no vamos a llegar a decirle

de riesgos y las condiciones para ingresar, pero, para esto, tenemos que sentarnos a conversar con nuestros reguladores, revisar el marco regulatorio y, en conjunto, definir las prioridades y el fortalecimiento institucional que se requiere.

No podemos olvidar la razón que nos reunió en este foro: estos eventos son importantes porque nos permiten esclarecer las diferentes aristas de un proceso como este, pero no

Claramente, eso es algo que hoy nadie puede responder, pero sí es seguro que lo primero que debemos procurar es contar con el instrumental necesario para maximizar las posibilidades de inversión en Costa Rica. Desde la Junta de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional, y estoy seguro de que de parte muchos otros actores de este escenario, estamos trabajando en ello.

Relación de las inversiones en obra pública de los fondos de pensiones

Dr. Edgar Robles Cordero

Es egresado de Licenciatura en Economía de la Universidad de Costa Rica y Doctor en Economía de la Universidad de California, Los Angeles (UCLA).

En la actualidad es Superintendente de Pensiones y Profesor Catedrático de la Universidad de Costa Rica. Además es Vicepresidente de la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS por sus siglas en inglés). En el pasado ha realizado estudios para el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Universidad de Harvard, entre otros.

Msc. Marjorie Jiménez Varela

Es licenciada en Economía y posee una maestría en Banca y Mercados de Capital de la Universidad de Costa Rica.

Actualmente es directora de la División de Planificación y Normativa de la Superintendencia de Pensiones (Supen), donde antes fungió como Directora de la División de Supervisión del Régimen de Capitalización Individual. Trabajó en el Banco Central de Costa Rica en la División Económica y se ha desempeñado como profesora universitaria en el campo de Economía para algunas universidades privadas en Costa Rica.

El uso de los dineros de los fondos de pensiones para el desarrollo de infraestructura pública no es un tema exclusivo de las economías latinoamericanas o de economías subdesarrolladas. Este es un tema que le ha dado la vuelta al mundo, especialmente después de la crisis de 2008,

"En los regímenes de beneficio definido las variables demográficas son relevantes, no tanto así en los de capitalización individual".

pues los países han visto la necesidad de mejorar su infraestructura y, para ello, precisan volver sus ojos hacia nuevas fuentes de financiamiento como los fondos de pensiones.

Esta necesidad de financiar infraestructura encuentra en los fondos de pensiones un aliado natural, pues los plazos de financiamiento de infraestructura tienen una correspondencia con una fuente de ahorro de largo plazo como lo es la acumulación de recursos para el financiamiento del retiro de los trabajadores.

También, existe una coincidencia con el desarrollo de los regímenes de pensiones de capitalización individual, los cuales han generado en los países que los han promovido una acumulación de recursos sin precedentes en la industria de las pensiones. Lo anterior, de forma simultánea con el agotamiento de los recursos que se habían acumulado en los regímenes de beneficio definido o capitalización colectiva, colapsados por el cambio demográfico que ha visto caer la tasa de natalidad y aumentar la expectativa de vida alrededor del mundo.

No obstante, la simple coincidencia de una oferta de recursos de ahorro de largo plazo con una demanda de recursos para infraestructura, no es razón suficiente para asegurar el éxito de un programa

público de pensiones, pues la actividad de infraestructura involucra riesgos ajenos al manejo de un fondo de pensiones. De esta forma, el gestionar inadecuadamente esos riesgos puede llevar a que se desvirtúen los principios rectores en seguridad social que buscan financiar los gastos durante la vejez, especialmente de las personas más desprotegidas. La preocupación, entonces, es encontrar la forma de blindar los fondos de pensiones, de manejos inadecuados que den al traste con el objetivo de brindar al afiliado la mejor pensión posible.

En el presente artículo, la Superintendencia de Pensiones desea discutir un documento que está elaborando la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) sobre los principios que deben regir la inversión a largo plazo. Se trata de un documento que está en proceso de formulación (y que ya va por su quinta versión) y permite poner en perspectiva la importancia de la discusión que se está emprendiendo en Costa Rica sobre el uso de los fondos de pensiones para infraestructura, pues hasta los países del G20, los veinte países más desarrollados del mundo, están

tomando decisiones importantes en esta línea de desarrollo e inversión.

El tema se va a abordar desde tres perspectivas. En primer lugar, se discutirá la razón por la cual, como individuos, se debe tener un fondo de pensiones; el segundo punto a tratar es la forma en que los gestores invierten esos recursos (especialmente en los regímenes de capitalización individual) y cuáles son los riesgos inherentes y relevantes que se deben gestionar; finalmente, en el tercer apartado se discutirán los ocho principios desarrollados por la OCDE y cómo deben implementarse en nuestra realidad nacional.

Regímenes de pensiones: gestión de riesgos y beneficios

En los regímenes de beneficio definido o capitalización colectiva existen algunos riesgos que son más relevantes que los relacionados con la inversión de los recursos de los afiliados; por ejemplo, están todos los riesgos relacionados con el cambio demográfico, como el riesgo de longevidad, que están fuera del control de los gestores.

Si se analiza este ejemplo puntal, se puede observar que en Costa Rica se ha alcanzado una expectativa de vida comparable con la de países desarrollados; incluso, a nivel de América solo Canadá tiene una expectativa un poco mejor, aunque similar, a la del costarricense.

A pesar de que es un orgullo contar con estos indicadores, también es un reto para los fondos de pensiones y en el caso específico de un fondo de pensiones de capitalización colectiva, es necesario revisar el perfil de beneficios que se tienen como promesa para los afiliados,

pensiones otorgadas con las aportaciones de las personas activas. Esto hace que existan entonces menos trabajadores activos cotizando por pensionado, lo cual de no ser revisado lleva al colapso de los regímenes de reparto.

Por otro lado, estos mismos riesgos no son tan relevantes en el caso de regímenes de capitalización individual, pues es el individuo quien por sí mismo asume los riesgos. No existe un garante ni una promesa, por lo que el riesgo de longevidad lo asume el afiliado y no el régimen como tal o su patrocinador, o sea, el Estado en el

Lo mismo ocurriría en el caso del riesgo demográfico que depende de la conducta social, tasas de natalidad y estructura poblacional, entre otros. Esto permite concluir que en los regímenes de beneficio definido las variables demográficas son relevantes, no tanto así en los de capitalización individual.

En otro orden de ideas, si se analiza el riesgo de inversión, este riesgo está vigente en ambos regímenes. En el caso de los regímenes de beneficio definido, al afiliado debe importarle el rendimiento de la inversión que realice

"Estudios internacionales indican que en un régimen de capitalización individual, un 1% menos de rentabilidad a lo largo de la vida laboral, equivale a un 20% menos en el fondo de mi pensión".

porque se tendrá que sostener por más tiempo a quienes están cotizando o ya están pensionados. La situación empeora si el envejecimiento se combina con una disminución en la tasa de natalidad, pues en el caso costarricense, el financiamiento de los regímenes de beneficio definido ha sido de reparto, o sea, se pagan las

caso de Costa Rica. Así por ejemplo, en otros países en donde la base de la seguridad social en pensiones son los regímenes de capitalización individual, ante efectos adversos en los mercados financieros, los afiliados optan por postergar la decisión de pensionarse, sin que esto sea impuesto por medio de leyes o reglamentos.

el gestor del fondo al que pertenece, pues afecta directamente su resultado en función de la promesa que hizo el régimen al afiliado.

De la misma manera, en los regímenes de capitalización individual, el análisis de riesgos de inversión es fundamental,

pues el monto acumulado para financiar la pensión de un trabajador va a depender directamente de la rentabilidad que el gestor logre a lo largo de la vida laboral del trabajador como cotizante de ese régimen. Como no existe en la capitalización individual una promesa de pago, el trabajador depende directamente de la gestión que se haga con esos recursos.

Estudios internacionales indican que en un régimen de capitalización individual, un 1% menos de rentabilidad real a lo largo de la vida laboral, equivale a un 20% menos de acumulación en el fondo al final de la vida laboral, lo cual se traduce en un 20% menos de pensión; así de importante es analizar estos riesgos.

No hay que olvidar que el fin común que persiguen ambos fondos es brindar la mejor pensión posible al afiliado. En caso de que un régimen de beneficio definido, el patrocinador debe cumplir con esa promesa y, desde el punto de vista de capitalización individual, se debe cumplir con el fiduciario que corresponda.

Obra pública, una opción de inversión para fondos de pensiones

Los fondos acumulados en los regímenes de capitalización individual han experimentado un crecimiento exponencial desde su creación en Costa Rica a finales de los años 90. Este crecimiento es común en las primeras décadas de acumulación, debido a que son pocas las personas que se pensiona y acceden a los fondos, en comparación con los cotizantes activos, más la capitalización de los fondos que llegan a convertirse en uno de los elementos más importantes de este crecimiento. Además, una vez que el sistema adquiere madurez, el dinero se extrae paulatinamente de conformidad con los productos diferidos de pensiones. Es así que los fondos de los regímenes de capitalización individual presentarán tasas de crecimiento elevadas por lo menos en las primeras tres décadas posteriores a su creación.

Actualmente, el régimen obligatorio de pensiones administra cerca de 2,5 billones de colones y, de acuerdo con las estimaciones

de la Supen, se espera que para el año 2030 este régimen administre cerca de 40 billones de colones, o sea, 16 veces el monto actual, todo esto en términos reales. El gráfico 1 demuestra que la sensibilidad de este crecimiento depende de la capitalización, o sea, del desempeño de la inversión de estos fondos acumulados.

Así las cosas, si se supone una tasa de rentabilidad nula, los fondos van a tener un crecimiento aproximado de 25 billones de colones; si la tasa real de rendimiento de esa inversión es alrededor del 2%, esa cifra llega a casi 35 billones de colones; y si la tasa fuera del 4%, la cantidad llegaría a cerca de 40 billones de colones, todo esto en un plazo inferior a dos décadas (2030). Hay que recordar que desde su creación, la tasa de rentabilidad real histórica del Régimen Obligatorio de Pensiones ha superado ese 4%, por lo que estas estimaciones pueden parecer conservadoras.

Este ejercicio permite vislumbrar la inminente necesidad de contar con productos bursátiles que permitan invertir

esta abundancia de recursos, y es aquí donde discusiones como la actual necesidad de financiar infraestructura, reflejan la importancia y preocupación del sector por resolver las interrogantes que se tienen: ¿qué va a pasar con la oferta de instrumentos para colocar los recursos de los fondos de pensiones?

Es importante señalar que las cifras mencionadas son solo de los recursos acumulados en el Régimen Obligatorio de Pensiones, pues si consideramos la totalidad del Sistema Nacional de

o internacional, sino más bien, en qué productos se van a colocar estas cantidades de recursos y es en este punto donde el contexto de obra pública se convierte en una conveniente opción para los fondos de pensiones.

La construcción de obra pública, financiada con recursos de los fondos de pensiones, permite una diversificación de inversión en diversos sectores, pues estos proyectos de infraestructura corresponden a obras tan diversas como escuelas, hospitales, carreteras

inversión que actualmente no cuentan con esta posibilidad; por ejemplo, a la SuPen llegan una gran cantidad de personas con proyectos que requieren recursos, ideas innovadoras y atractivas que hoy por hoy no pueden ser apoyadas porque la regulación existente no lo permite y que podrían ser potenciales clientes a futuro de esos fondos de pensiones, siempre y cuando para ello contáramos con los marcos institucionales necesarios para gestionar los riesgos y permitir la inversión en este tipo de productos.

"La construcción de obra pública con recursos de los fondos de pensiones permite una atractiva diversificación de inversión en distintos sectores".

Pensiones, a junio del 2013, se estaban administrando en total casi 6,5 billones de colones (unos \$13 000 millones). ¿A qué cifra se llegaría si se proyectan todos los recursos del sistema?

Con este panorama de frente, hay que preocuparse por el qué se va a hacer, y no en función de si se invierte a nivel nacional

y aeropuertos, solo para mencionar algunos, lo que permite lograr este objetivo básico de diversificación de las inversiones.

En segundo lugar, esto es importante porque permite financiar empresas, algunas pequeñas y otras más grandes, que pueden estar requiriendo ciertos niveles de

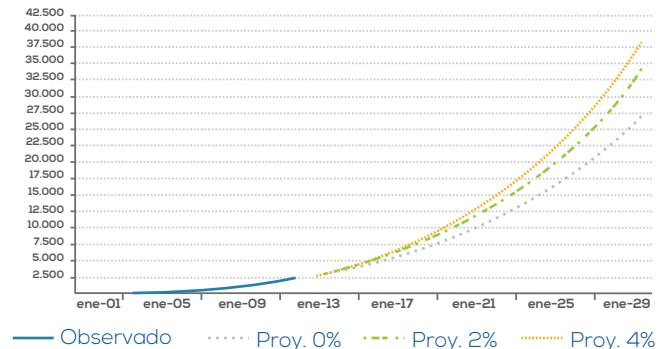
Se debe recordar que en los fondos de pensiones los pasivos son de largo plazo, por lo que no existen requerimientos de liquidez inmediata más allá de aquellos gastos por pensiones que se están enfrentando en este momento y que por lejos son cubiertos con el crecimiento natural de las aportaciones. Como se mencionó, en el caso de la capitalización

individual hay un periodo importante de acumulación, por lo que tener pasivos de largo plazo permite financiar actividades como este tipo de obra pública, lo cual permitiría hacer el vínculo necesario entre la parte activa y la parte pasiva de los fondos de pensiones.

Es bien conocido que por su menor liquidez y mayores riesgos de mercado, las inversiones de largo plazo generan mejores rendimientos. Si se realiza una buena gestión del fondo administrado y se conocen cuáles son las necesidades a corto plazo para ejecutar los flujos, se puede invertir en obras públicas que generan menor liquidez, pero que permiten obtener un mayor rendimiento. Además, hay una menor reinversión de los recursos pues se minimiza el tener que estar recurriendo a este proceso por los vencimientos del portafolio. Es decir, se tendría que acudir con menor frecuencia al mercado para ver en qué se vuelve a invertir, lo que también influye en que disminuyan los costos transaccionales y esto genera flujos más estables en el tiempo.

Este análisis permite validar que, desde muchas perspectivas, los portafolios a largo plazo son un buen producto para invertir los fondos de pensiones, pero es necesario cumplir requisitos para poder efectivamente ir hacia este tipo de inversiones. Esto es precisamente lo que está tratando de recopilar la OCDE y que se analizará a continuación, a partir de los principios generales que son de adscripción voluntaria para los países miembros. Vale indicar que Costa Rica está dentro de la lista corta para ingresar a la OCDE en el año 2015.

Gráfico 1. Proyección del crecimiento de activos para el ROP



Condiciones requeridas para la inversión de fondos de pensiones: la visión de la OCDE

Tal y como se mencionó al inicio de este ensayo, la OCDE está trabajando en un documento en el que, basados en la experiencia internacional, se tratan de concordar las condiciones mínimas que deben imperar para promover la inversión de largo plazo, entre los inversionistas institucionales, dentro de los cuales se ubican los fondos de pensiones. De esta forma, se pueden canalizar ahorros que representan pasivos de largo plazo hacia actividades que también requieren condiciones de financiamiento de largo plazo, como lo puede ser la inversión en obra pública, bajo la condición que estas inversiones sean prudentes y generen una tasa de rentabilidad razonable. Para ello se están definiendo ocho principios básicos.

Este organismo internacional indica que si bien es cierto la inversión en obra pública es necesaria y los fondos de pensiones pueden dirigirse a este sector, es necesario tener un marco de referencia que sea consistente entre el plazo de la inversión y el binomio riesgo - rendimiento que tiene que tener esa inversión, pero además, que permita alcanzar esa inversión de largo plazo y, preferiblemente, invertir en obra pública local, para contribuir con el crecimiento y desarrollo del país generador de los fondos previsionales.

el largo plazo, debe existir un consenso de todos los actores que se van a involucrar en este proceso y se debe garantizar que todos entiendan cuál será el impacto que cada uno va a tener al participar en este tipo de inversiones; esta es una labor que le corresponde al Estado e involucra tener un marco regulatorio que sea apropiado y consistente.

Es común escuchar frases como “faltan carreteras... ahí está la plata de los fondos de

No debe olvidarse que los administradores de los fondos de pensiones tienen una responsabilidad con un tercero que es el afiliado. Por tanto, los gestores tienen que blindar y cuidar los recursos porque los fondos de pensiones no son de ellos, sino de los afiliados que confiaron en los gestores para que los administraran mejor de que lo ellos de forma individual pudieran haberlo hecho y que, al final de su vida laboral, los afiliados estarán esperando que los gestores le brinden una pensión adecuada a su cotización.

“Desarrollar inversiones a largo plazo requiere de una planificación estratégica, debe existir un contexto país bien analizado que permita identificar en qué proyectos de obra pública desea invertir el país y hacer planes consensuados y validados”.

El primer principio esbozado por la OCDE está relacionado con las precondiciones que debe tener un país que sean favorables para la existencia de titularizaciones de largo plazo y darles participación a los fondos de pensiones en ellas.

El paso número uno es que el Gobierno tiene que brindar las condiciones favorables para

pensiones” “faltan hospitales... ahí está la plata de los fondos de pensiones”, “faltan canchas de fútbol... ahí está la plata de los fondos de pensiones”. Erróneamente se ven a los fondos de pensiones como una fuente de financiamiento que tiene dinero ocioso, pero pocos se preocupan por conocer cuál es el proceso necesario para que esos fondos se puedan invertir en los proyectos que el país requiere.

Un segundo paso es la precondition de la existencia de un ambiente macroeconómico estable. Con esto se pretende contar con una política monetaria robusta y un sistema fiscal bien administrado que brinden un marco financiero igualmente robusto y profundo. Sin estas condiciones no es un buen momento para hablar de inversión a largo plazo, pues el afiliado estaría poniendo en riesgo excesivo sus recursos.

Desarrollar inversiones a largo plazo requiere de una planificación estratégica, debe existir un contexto país bien analizado que permita identificar en qué proyectos de obra pública desea invertir el país y hacer planes consensuados y validados. No todos los proyectos de infraestructura de largo plazo son financierables ni pueden producir rentabilidades adecuadas para los fondos de pensiones.

Y para el sector privado, las políticas de gobierno tienen que ser predecibles,

legal es una precondición fundamental para que se dé este tipo de financiamiento en infraestructura.

El segundo principio establecido por la OCDE tiene que ver con la labor que debe realizar el Gobierno para promover y desarrollar los inversionistas de largo plazo. De acuerdo con este principio, el Estado debe crear mecanismos para que se dé ese ahorro de largo plazo; como ejemplo se utiliza el caso de Inglaterra con la recién aprobada ley de planes voluntarios de afiliación automática

Algunos ejemplos con los que se logran mantener estos costos bajos son establecer mecanismos de transparencia de las comisiones de administración, promover la competencia entre instituciones financieras y tener instituciones con el tamaño suficiente para aprovechar las economías a escala.

El tercer principio está relacionado con los inversionistas institucionales y su gobernanza corporativa. Los fondos de pensiones tienen una serie de criterios para establecer qué es lo que debe cumplir este

"Los órganos de dirección, es decir las juntas directivas, también tienen que comprender los proyectos en los cuales se está invirtiendo a largo plazo, no se trata de una inversión ordinaria".

estables y transparentes, para brindar un marco legal consistente y efectivo que le brinde seguridad jurídica al inversionista. El tema de los contratos es crucial y recientemente Costa Rica se ha desnudado en casos como el contrato de OAS con la carretera a San Ramón y la indemnización que están solicitando. Igualmente sucedió con Alterra Partners, en el Aeropuerto Internacional Juan Santamaría; el tema

al momento que el trabajador inicia su vida laboral o cambia de trabajo. Acá es importante hacer un alto y darse cuenta de que esto es algo que Costa Rica ya tienen desde hace mucho tiempo y que para ellos resultó interesante.

En este punto es importante mantener bajos los costos del sistema de ahorro de largo plazo y entregar tasas de retorno aceptables.

inversionista. No deben existir imposiciones por parte de terceros, como el Estado por ejemplo.

En primer lugar, no debemos olvidar el principio del inversionista prudente, o sea, invertir con el mismo cuidado como cuando se hace con recursos propios. En segundo lugar se requiere que este inversionista tenga una gestión y mitigación de los riesgos; es

decir, el inversionista institucional tiene que comprender qué es la inversión de largo plazo. Esto es importante porque a veces se cree que por tener conocimiento o por ser los gestores de inversiones de una determinada inversión institucional, ya se conocen todos los tipos de inversiones.

Es así que se hace necesario capacitar a los gestores para que sepan cómo funciona este tipo de inversión y qué riesgos poseen las

de la inversión a largo plazo. Además, los órganos de dirección tienen que asegurar que los conflictos de interés que puedan afectar las inversiones estén debidamente identificados, minimizados y enfrentados.

De hecho, respecto a los puntos anteriores, eso es un poco lo que se intenta hacer con la presente publicación: comprender cuáles son las particularidades de una inversión a largo plazo, y más si se trata de inversión

tratamiento fiscal adecuado a las inversiones de largo plazo y que no se convierta en un impedimento a este tipo de inversiones, bajo el principio de que sea monitoreado regularmente para evitar abusos. Se debe procurar también que los inversionistas internacionales vengan a invertir en los proyectos de obra pública nacionales.

La valoración es otro cambio importante que se visualiza a nivel local. Los proveedores

"Lo que los expertos indican es que si el país quiere restringir este tipo de inversiones, debe hacerlo de forma coherente y consistente".

inversiones a largo plazo, y debe existir un marco de gestión de riesgos para este tipo de inversiones.

Los órganos de dirección, es decir las juntas directivas, también tienen que comprender los proyectos en los cuales se está invirtiendo a largo plazo, pues no se trata de una inversión ordinaria, ni es una decisión que se deja en manos de quien gestiona las inversiones; la decisión debe venir desde la máxima autoridad del gestor, todo el personal debe comprender los componentes

en infraestructura pública porque se debe entender, por ejemplo, si esa inversión tiene garantías de seguros y qué es lo que eso significa; si el rating crediticio dice que es AAA, identificar los riesgos desde el punto de vista de crédito; etc. No se trata de manera simplista de decidir que se va a invertir en algo porque su clasificación es AAA, se debe siempre cuestionar más allá.

El cuarto principio de la OCDE es la regulación prudencial, la valoración y el tratamiento fiscal. Con respecto a este punto, debe existir un

de precio locales van a tener que elaborar metodologías que sean acordes con productos de largo plazo y no se debe confiar exclusivamente en las calificaciones crediticias de las agencias.

Esto no es algo sencillo, ni se hace de la noche a la mañana. En Costa Rica tomó muchos años llegar a tener un proveedor de precios, y otro tanto comprender la función de ese proveedor de precios. Aún falta un poco más la integración que se debe hacer con este y hay que pensar en lo que implicará entrar a

tener una serie de productos en los cuales se tendrá que dar una opinión.

El quinto principio propuesto por la OCDE tiene que ver con los vehículos de inversión. La OCDE indica que el Gobierno debe procurar que existan mercados de capitales que brinden instrumentos ajustados a la inversión de largo plazo, así como regulación que permita el desarrollo de estos productos.

Este tipo de inversiones, debe hacerlo de forma coherente y consistente.

En el caso chileno, en primer lugar, existe un límite sobre cuánto dinero de los fondos de pensiones se puede invertir en infraestructura de obra pública, pero además, la Superintendencia de Pensiones de Chile determinó una serie de requisitos que deben cumplir las empresas desarrolladoras de infraestructura de

al menos 10 años de experiencia en desarrollo de obra pública y declarar públicamente que cuenta con esa experiencia.

Como se puede observar, no se trata solo de regulación de la parte de valores, ni del Estado, sino de una regulación particular de los fondos de pensiones. En el caso de Costa Rica, la Superintendencia de Pensiones tendría que analizar qué tipo

"Países exitosos en este tipo de inversión cuentan con un Consejo Nacional de Infraestructura de Obra Pública que prioriza los proyectos y hace una evaluación social de estos; o sea se va más allá de una simple evaluación financiera".

El punto, entonces, no es solo que se permita, sino que también se cuente con productos que cumplan los requerimientos necesarios para ser sujetos de las carteras de inversión de los fondos de pensiones.

El sexto principio tiene que ver con las restricciones a las inversiones en infraestructura. Lo que los expertos indican es que si el país quiere restringir

obra pública para poder acceder a estos recursos.

Por ello, para poder autorizar la inversión, la empresa desarrolladora y estructuradora deben presentar estados financieros al menos de cinco años hacia atrás para permitirle analizar al fondo de pensiones cuál ha sido el desempeño financiero de esa empresa a lo largo de la historia; luego de eso, debe tener

de restricciones se requieren para que los fondos de pensiones se puedan invertir en este sector.

Y, finalmente, los principios siete y ocho vienen de la mano. El principio siete está relacionado con la información que deben tener los reguladores para valorar la calidad de lo que se está haciendo y de quién lo está desarrollando; esta información la debe compartir al afiliado y esto está ligado al

principio ocho, que es el de educación al afiliado.

La educación financiera y protección del consumidor debe ser una prioridad, porque, como ya se ha reiterado a lo largo de este libro, el fin del gestor es fiduciario. El afiliado le entrega sus recursos al gestor, este toma las decisiones de inversión dentro del marco regulatorio vigente; y cuando las cosas no van bien, el afiliado no va solo donde el gestor, sino que también donde el regulador a exigirle cuentas. Por eso hay que explicarle muy bien al afiliado en qué se está invirtiendo su dinero y por qué (en los casos en que se dé) se está invirtiendo en proyectos de obra pública. De esta forma, en ningún momento el afiliado debería aducir desconocimiento o afirmar que no estaba bien informado.

Por ello, la OCDE tomó la educación al afiliado como un principio importante dentro de la gama de condiciones que debe darse para poder comenzar a implementar este tipo de inversiones a largo plazo. Y así el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero lo ha comprendido, pues está

trabajando en una estrategia nacional de educación financiera.

Conclusiones y recomendaciones para el caso de Costa Rica

El propósito del presente documento es ayudar en la construcción de las bases sobre las cuales se debe trabajar para lograr el impulso de un tema tan importante como lo es la inversión en obra pública.

La primera conclusión común que se puede destacar es que se requiere de una estrategia nacional para poder echar a andar los proyectos de infraestructura pública que el país necesita; esto no es solo para los fondos de pensión, no es un tema exclusivo de la legislación, ni es un tema de resorte del Poder Ejecutivo, más bien, esto es un tema de agenda nacional.

Como país, se deben trazar de forma clara cuáles son los objetivos que se tienen. No se puede permitir que alguien llegue un día y diga que para él es importante la carretera a San Ramón, decida qué se hace y el resto de los costarricenses no

sepan por qué esa carretera es relevante y cuáles son los factores de desarrollo económico y social que están implícitos en el proyecto.

Tal y como lo señaló David Tuesta, del BBVA, en sus libros sobre experiencias exitosas en desarrollo de inversiones de obra pública en países como Chile, Canadá y Australia, todos cuentan con un Consejo Nacional de Infraestructura de Obra Pública que prioriza los proyectos y hace una evaluación social de estos; o sea se va más allá de una simple evaluación financiera.

Es así como los países ordenan los proyectos de acuerdo a una calificación técnica, económica y social. Así, a los proyectos prioritarios se les dedican los recursos que el país identificó que van a generar la mayor rentabilidad social.

Resulta evidente, entonces, que el ejercicio va más allá de decir "ahí están los fondos de pensión, están ociosos y los podemos usar". Hay que definir de forma clara cuáles proyectos de infraestructura deberían ser objeto de inversión del

dinero de los fondos de pensiones, y hay que entender que no cualquier proyecto es sujeto de inversión.

Otro aspecto por considerar es que los objetivos de inversión de largo plazo deben estar alineados con los objetivos de los fondos de pensiones. Esto es un aspecto medular, no se puede disponer del dinero de las pensiones simplemente porque se necesita invertirlo, sin conocer si el proyecto de obra pública está alineado con el objetivo del fondo de dar la mejor pensión posible al afiliado.

Es aquí donde los gestores deben analizar la calidad de los proyectos y de los vehículos de financiamiento, la seguridad, rentabilidad, la liquidez y la valoración. Esto último es muy importante porque cuando el instrumento bursátil no se puede valorar y hay que deshacerse de él o surge un problema, no se podría conocer cuánto vale.

En relación a los riesgos, debe prevalecer la transparencia de las decisiones y este es un tema en el que como país hay que generar cultura. Se necesitan reducir los riesgos de agencia, las operadoras como fiduciarias son

quienes toman las decisiones de inversión, más aun cuando los recursos les fueron dados por un tercero.

Además, por supuesto, se requiere tener una regulación coherente para inversiones de largo plazo. En la actualidad, las regulaciones no están adecuadas a este tipo de instrumentos, ni de proyectos y, claro está, como la misma OCDE lo reitera, se debe seguir trabajando en el tema de información y educación financiera para los afiliados, y para el resto de los partícipes de la industria, tanto los gestores, como los supervisores.

