



La participación de fondos de pensiones como inversores institucionales en el financiamiento de proyectos de obra pública desde una perspectiva legal. Análisis comparativo Costa Rica–El Salvador.

Por: Alejandro MUÑOZ THUEL

Resumen: En el panorama actual, donde el Gobierno de Costa Rica enfrenta serias limitaciones presupuestarias para construir importantes proyectos de obra pública, y paralelamente resulta retador proveer una pensión digna a los afiliados de los fondos de pensiones, la inversión institucional en infraestructura podría representar una atractiva propuesta para mejorar las condiciones de ambas. El objetivo de esta investigación es analizar y comparar, desde una perspectiva de inversión institucional, el marco jurídico por el cual invierten recursos varios fondos de pensiones costarricenses con la Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones de El Salvador, así como la factibilidad de que administradoras de fondos de pensiones nacionales puedan invertir en obra pública.

Palabras clave: inversión institucional, fondos de pensiones, asociaciones público-privadas, El Salvador.

Abstract: In the current landscape, where the Government of Costa Rica faces serious budgetary constraints for the construction of important infrastructure projects, and in parallel it is a challenge to provide decent retirement funds to the affiliates, institutional investment in infrastructure could provide an attractive proposal to improve the conditions of each. The objective of this investigation is to analyze and compare from an investment perspective the legal framework of several Costa Rican retirement funds with El Salvador's Savings System Law as well as the feasibility that the national Pension Fund Administrators invest in local infrastructure.

Keywords: Institutional Investment, Retirement Funds, Public-Private Partnerships, El Salvador.

Sumario: 1. Introducción. 1.1. ¿Por qué invertir en infraestructura? 1.2. ¿Qué proyectos pueden financiar los fondos de pensiones en Costa Rica? 1.3. ¿Qué desafíos existen para los inversores institucionales de la región en proyectos APP? 2. El marco jurídico de los fondos de pensiones para hacer inversiones en infraestructura local. 2.1. Fondo de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional. 2.1.1. ¿Cómo puede JUPEMA colocar los recursos del fondo en inversiones de infraestructura? 2.2. Fondo de Jubilaciones y Pensiones para los Miembros Permanentes del Benemérito Cuerpo de Bomberos. 2.2.1. ¿Qué autoriza al Fondo de Bomberos a realizar inversiones? 2.2.2. ¿Permite el Reglamento

Interno de Inversiones y Fideicomisos invertir en infraestructura local? ¿Contradice al Reglamento de Gestión de Activos? 2.3. Fondos del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (RIVM) de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS). 2.3.1. ¿Permite el Reglamento de Inversiones del RIVM invertir en proyectos de infraestructura local? 3. Análisis del marco jurídico de los fondos de pensiones salvadoreños para realizar inversiones en infraestructura local. 3.1. La Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones en El Salvador. 3.2. El financiamiento de la terminal de carga del Aeropuerto Internacional de El Salvador San Óscar Arnulfo Romero y Galdámez. 4. Conclusión. 5. Bibliografía.

1. Introducción

Para competir en la economía global, los países latinoamericanos necesitan invertir en infraestructura esencial como carreteras, puertos, redes de energía, terminales aéreas, entre otros. Los países de la región cuentan con estándares de calidad precarios en proyectos de infraestructura, ocupando el quinto lugar entre seis regiones del mundo, por delante únicamente de África subsahariana. Según estimaciones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la brecha de inversión en infraestructura asciende al 2.5% del PIB de América Latina; es decir, unos 150.000 millones de dólares por año.¹ Por lo cual, en un contexto donde los países latinoamericanos enfrentan fuertes limitaciones fiscales para construir infraestructura de calidad, crece la necesidad de buscar nuevos canales de inversión y financiamiento que permitan poner en marcha proyectos de infraestructura que estimulen el desarrollo de la región.

1.1. ¿Por qué invertir en infraestructura?

Según un reciente estudio del Global Infrastructure Hub, en el que se comparan los rendimientos financieros de los últimos 20 años de instrumentos de deuda, para financiar proyectos de infraestructura con instrumentos de deuda que no sean de infraestructura, se concluye sobre el atractivo de los primeros en función de su estabilidad, resiliencia y rendimientos. Debido a lo anterior, el presente estudio es relevante para efectos de justificar una decisión de inversión en proyectos de infraestructura, siendo que la deuda es el instrumento financiero predilecto utilizado en alrededor del 80% de las inversiones en esta. Aunque sus resultados son aún más satisfactorios en países desarrollados, la deuda para financiar proyectos de infraestructura ofrece rendimientos superiores a instrumentos como los bonos de gobierno y posee una tasa de impago promedio (*default rate*) del 7% en países de ingresos medianos y bajos. Esto representa un instrumento financiero muy apetecible, siendo que posee una tasa de impago promedio inferior a la de instrumentos de deuda que no sean de infraestructura.²

¹ Carvalho, E. Powell, A. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019. Págs.71-76.

² Global Infrastructure Hub. Infrastructure debt provides

1.2. ¿Qué proyectos pueden financiar los fondos de pensiones en Costa Rica?

Normalmente, la obra pública se financia a partir del contenido presupuestario del Estado. De conformidad con el artículo 180 de la Constitución Política costarricense y el Principio de Equilibrio Financiero del Presupuesto desarrollado por la jurisprudencia de la Sala Constitucional, el presupuesto ordinario y los extraordinarios constituyen un límite de acción de los poderes públicos para el uso y disposición de los recursos. De modo que los gastos no pueden superar a los ingresos.³ En este sentido, se orienta el artículo 8 de la Ley de Contratación Administrativa, sobre la disponibilidad presupuestaria que es requerida para iniciar un procedimiento de contratación administrativa, por el cual se realiza obra pública.⁴

Existen otros tipos de proyectos mediante los cuales se construye obra pública, que se ejecutan fuera de los límites de acción del artículo 180 de la Constitución Política, siendo que no tienen contenido presupuestario por no constituir “deuda” en su acepción contable; estas son las Asociaciones Público-Privadas (APP). Según el BID, estas se definen como: *“un contrato a largo plazo entre un ente privado y una entidad gubernamental para proporcionar un activo y un servicio, en el que el ente privado asume de manera significativa los riesgos inherentes al proyecto, es responsable de la gestión, y la remuneración está vinculada al desempeño”*⁵. A diferencia de la contratación administrativa convencional, su financiamiento no depende del erario público. Una característica principal de este tipo de proyectos es que es responsabilidad del ente privado proveer el financiamiento o cierre financiero de la operación. Los inversores

institucionales pueden financiar proyectos de obra pública mediante esta figura.

1.3. ¿Qué desafíos existen para los inversores institucionales de la región en proyectos APP?

Tanto en economías desarrolladas como en mercados emergentes, los bancos comerciales han sido los principales financiadores de este tipo de proyectos. Según estudios del Banco Mundial, entre 2017 y 2019, casi la mitad de los financiamientos se realizaron con participación privada. En el caso de los países de la región, estas entidades enfrentan limitantes en cuanto al monto y los plazos de financiamientos otorgables, sobre todo, cuando se trata de grandes proyectos donde la cartera de inversiones se encuentra concentrada en los mismos sectores.⁶

Pese a que los inversores institucionales como fondos de pensiones, fondos soberanos, aseguradoras y otros tienen sumas cuantiosas de dinero para invertir, su participación en infraestructura es especialmente baja en países en desarrollo y economías emergentes. Según datos del Banco Mundial, en estos mercados, los inversionistas institucionales han venido participando con créditos que representan apenas un 0.2% de la inversión total en infraestructura con participación privada en el mercado primario.⁷

2. El marco jurídico de los fondos de pensiones para hacer inversiones en infraestructura local

2.1. Fondo de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional

El Fondo de Pensiones y Jubilaciones del

attractive and resilient returns for investors.

³ Poder Judicial. Principios Desarrollados en la Jurisprudencia Constitucional. Pág.39.

⁴ Ley de Contratación Administrativa. Art. 8.

⁵ BID. (2020). Asociaciones Público-Privadas.

⁶ Simón, C., et al. Financiamiento de Asociaciones Público-Privadas.

⁷ Ibidem.

Magisterio Nacional se encuentra regulado por la Ley 7531, Reforma Integral del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional del 10 de julio de 1995. Las contribuciones establecidas en los artículos 16 y 17 de dicha ley conforman el Fondo de Capitalización Colectiva que, según dispone el artículo 18 de esta ley, se verá incrementado mediante los réditos producidos por sus inversiones.⁸

Dicha ley fue parcialmente reformada mediante la Ley número 10078 del 24 de noviembre del 2021, donde se modifica, para efectos de nuestro interés, el artículo 21 de la Ley 7531. Esta reforma define aspectos fundamentales sobre la inversión de los recursos que administra la Junta de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional (JUPEMA). Dicha Junta invertirá procurando un equilibrio entre la seguridad, rentabilidad y liquidez, para así garantizar la sostenibilidad actuarial, financiera y legal del Fondo, considerando el apetito al riesgo declarado por la Junta.⁹

Estas inversiones se regirán por la normativa que emita a tal efecto el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) y la Superintendencia de Pensiones (SUPEN), entidades que aún no han dispuesto regulación adicional posterior a dicha reforma del artículo 21 (Ley 10078)¹⁰. Lo anterior, sin perjuicio del cumplimiento de la normativa existente aplicable. Para efectos de interés, resulta obligatorio el acatamiento de las disposiciones del Reglamento de Gestión de Activos emitido por CONASSIF, el cual regula los lineamientos de las entidades reguladas por la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) en la administración de los activos de los fondos de pensión.¹¹

⁸ Reforma Integral del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional. Arts. 16-18.

⁹ Ibid. Art. 21.

¹⁰ Reforma Integral del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional. Art. 21.

¹¹ Reglamento de Gestión de Activos. Art 1.

2.1.1. ¿Cómo puede JUPEMA colocar los recursos del fondo en inversiones infraestructura?

Mediante la reforma del artículo 21 en la Ley 10078, se autoriza a JUPEMA a incorporar dentro de su portafolio de inversiones proyectos de infraestructura. El fondo podrá patrocinar o participar como inversionista en proyectos de infraestructura pública o privada dentro del territorio nacional. De la misma forma, se establecen tres limitaciones sobre este tipo de inversiones: i) el portafolio de inversión en infraestructura no podrá ser mayor al 20% de la totalidad del fondo; ii) los proyectos en los que se participa deberán haber superado la etapa de factibilidad, así como contar con los permisos y estudios requeridos para iniciar obras; y iii) en ningún caso se podrá invertir en proyectos donde JUPEMA sea su estructurador. Asimismo, dicho artículo establece sobre la obligación de que el fondo cuente con un Comité de Infraestructura con capacidades técnicas y especializadas para analizar y dar seguimiento a los proyectos. El comité debe incluir, al menos, un miembro externo de una firma especializada en consultoría.¹²

2.2. Fondo de Jubilaciones y Pensiones para los Miembros Permanentes del Benemérito Cuerpo de Bomberos

La Ley 6170 de 1977, Jubilación Miembros Permanentes Cuerpo de Bomberos INS, autoriza en su artículo 2 el traspaso de las sumas acumuladas en el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte correspondientes a los beneficiarios de dicha ley, para la creación del Fondo de Jubilaciones y Pensiones para los Miembros Permanentes del Benemérito Cuerpo de Bomberos de Costa Rica (en adelante “Fondo de Bomberos”).¹³ Recientemente, el reglamento que determina sobre

¹² Reforma Integral del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional. Art. 21.

¹³ Jubilación Miembros Permanentes Cuerpo de Bomberos INS. Art 2.

su funcionamiento y la administración general fue objeto de una reforma integral aprobada por la Junta Directiva del Instituto Nacional de Seguros (INS) en el año 2019 (en adelante “Reglamento del Fondo de Bomberos”).¹⁴

2.2.1. ¿Qué autoriza al Fondo de Bomberos a realizar inversiones?

Según dispuso el Reglamento del Fondo de Bomberos en su artículo 49, la Junta Administradora del fondo mantendrá invertidos los recursos de forma cuidadosa, rentable y segura; siendo esta responsable por su gestión. Por lo que, aunque se autoriza a invertir los recursos del fondo, el reglamento no es lo suficientemente claro sobre en qué medida se podría invertir en infraestructura local. A diferencia del Fondo de Pensiones del Magisterio Nacional y su Ley 10078, no se menciona información importante para estos efectos, cómo debe diversificarse su portafolio de inversión, qué instrumentos están permitidos, qué mercados se encuentran autorizados, así como límites prudenciales del fondo en la actividad de inversiones.¹⁵

La normativa que regula estos aspectos se encuentra en el Reglamento de Gestión de Activos emitido por el CONASSIF y el Reglamento Interno de Administración de Inversiones y Fideicomisos del Benemérito Cuerpo de Bomberos de Costa Rica (en adelante “Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos”). Para dilucidar cuáles lineamientos deben seguirse, siendo que ambos reglamentos establecen lineamientos de inversión, prescribe el artículo primero del Reglamento de Gestión de Activos, que este será de acatamiento obligatorio, salvo en el caso de los fondos de pensiones creados por ley especial,

donde el Reglamento de Gestión de Activos contradiga lo dispuesto por sus leyes. Dado que el Fondo de Bomberos no cuenta con normativa con rango de ley por la cual se disponga sobre el régimen de inversión, el Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos debe adecuarse a lo dispuesto por el Reglamento de Gestión de Activos.¹⁶

2.2.2. ¿Permite el Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos invertir en infraestructura local? ¿Contradice al Reglamento de Gestión de Activos?

Para que sea viable la inversión en infraestructura local por parte del Fondo de Bomberos, esta deberá estar autorizada por el Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos y, a su vez, adecuarse a lo establecido por el Reglamento de Gestión de Activos. A continuación, se detallan varios de los elementos más importantes para tener en cuenta. Conforme al artículo 8 del Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos, se determina una serie de requerimientos que deben cumplir las inversiones adquiridas en el mercado de valores costarricense, de las cuales se resalta: i) que los emisores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, así como en la SUGEF; ii) que los valores de deuda emitidos en serie tengan una calificación de riesgo asignada por una calificadora autorizada por la SUGEVAL de al menos “AA”; y iii) los valores pueden estar en colones, dólares o en otra unidad de cuenta, pero deben contar con personal y medios adecuados para gestionar sus riesgos inherentes. Estos requisitos se exceptuarán para emisiones del Estado y de instituciones públicas.¹⁷

El lineamiento anterior se ajusta al Reglamento de Gestión de Activos, donde se establecen pocos requisitos para transar en el mercado de valores

¹⁴ Reglamento del Fondo de Pensiones para los miembros del Benemérito Cuerpo de Bomberos. Art 49.

¹⁵ Reglamento del Fondo de Pensiones para los miembros del Benemérito Cuerpo de Bomberos. Art 49.

¹⁶ Reglamento de Gestión de Activos. Art. 1.

¹⁷ Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos del Benemérito Cuerpo de Bomberos. Art 8.

local. El artículo 13 estipula únicamente que las entidades reguladas deben transar valores en los mercados autorizados por la SUGEVAL y la legislación vigente. Llama la atención que el Reglamento de Gestión de Activos no establezca como requisito para transar en el mercado local, contar con una calificación de riesgo, lo cual sí se exige de conformidad con el artículo 14 de este reglamento, para transar en mercados internacionales.¹⁸

El artículo 10 del Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos regula cuáles son los tipos de valores en los que el Cuerpo de Bomberos podrá invertir en el mercado costarricense. De estos, se destaca el inciso g), por el cual se permite la inversión en valores de deuda que se encuentren respaldados por proyectos de inversión pública (concesión de obra pública). Estos deberán estar respaldados por el Gobierno de Costa Rica mediante estudios técnicos y económicos, donde, además, existan garantías que minimicen los riesgos asociados, por ejemplo, garantías de inicio de operación o de ejecución.¹⁹ La anterior disposición se adecua a lo planteado por el artículo 17 del Reglamento de Gestión de Activos, por el cual se permiten las inversiones de fondos en mercados locales a través de títulos de deuda.²⁰ Ahora bien, aunque el Reglamento Interno de Inversión y Fideicomisos permite la inversión en infraestructura, el espectro de inversión es muy limitado, pues los proyectos con esas características son muy pocos.

En cuanto a los límites prudenciales establecidos, recibe especial atención los límites máximos por emisor. Establece el artículo 12 del Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos que, para valores emitidos por un mismo emisor, el porcentaje máximo será de un 20%. Se exceptúan

de este límite los valores emitidos por el Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda²¹. Esta disposición contraría el artículo 69 del Reglamento de Gestión de Activos, por lo cual no podría ser implementada. Esta establece el porcentaje máximo de 10% por emisor. En cuanto a las excepciones de dicho límite, son las mismas, pero también se incluye a los emisores de deuda soberana internacional de países que cuenten con calificación de riesgo dentro del grado de inversión.²²

2.3. Fondos del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (RIVM) de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS)

Para determinar sobre la posible inversión de recursos de los fondos del IVM en infraestructura local, se debe tener en cuenta, primeramente, la Ley Constitutiva de la Caja Costarricense del Seguro Social. Según dispone su reformado artículo 39, las inversiones de los recursos se rigen por una serie de principios que resultan relevantes para la actividad en cuestión: i) estos se invertirán para el provecho de los afiliados buscando un equilibrio entre seguridad, rentabilidad y liquidez; ii) los recursos de los fondos solo pueden ser invertidos en valores inscritos en el Registro Nacional e Intermediarios o emitidos por entidades financieras supervisadas por la SUGEVAL; iii) estar calificados conforme a las disposiciones del CONASSIF; iv) negociarse en mercados autorizados; y v) que las inversiones se hagan bajo condiciones de garantía y rentabilidad.²³

A diferencia del Fondo de Bomberos, el RIVM es la única entidad regulada por SUPEN que puede adoptar voluntariamente las disposiciones de este reglamento, según establece el artículo primero

¹⁸ Reglamento de Gestión de Activos. Arts.13-14.

¹⁹ Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos del Benemérito Cuerpo de Bomberos. Art 10.

²⁰ Reglamento de Gestión de Activos. Art 17.

²¹ Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos del Benemérito Cuerpo de Bomberos. Art 12.

²² Reglamento de Gestión de Activos. Art. 69.

²³ Ley Constitutiva de la Caja Costarricense del Seguro Social. Art 39.

del anteriormente citado Reglamento de Gestión de Activos. En vista de que la entidad cuenta con el Reglamento de Inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte publicado en el año 2021, esta es la normativa que debe aplicarse.²⁴

2.3.1. ¿Permite el Reglamento de Inversiones del RIVM invertir en proyectos de infraestructura local?

A continuación, se detallan varios de los elementos más importantes del Reglamento de Inversiones RIVM, para determinar la viabilidad de una operación de inversión de estas características. En el artículo 10, se establece como único requisito para transar en el mercado local, que los instrumentos deben estar autorizados por SUGEVAL, lineamiento que corresponde idénticamente con lo dispuesto por el Reglamento de Gestión de Activos. Adicionalmente, el Reglamento de Inversiones RIVM contempla la posibilidad de transar títulos valores mediante la ventanilla de los emisores supervisados y regulados por la SUGEF. A diferencia de lo dispuesto por el Reglamento de Gestión de Activos, y en concordancia con lo estipulado por el Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos, para adquirir instrumentos financieros, estos deberán ser calificados por una calificadora de riesgos autorizada por el CONASSIF.²⁵ Sin embargo, el Reglamento de Inversiones RIVM no exige una calificación mínima, mientras que, en el caso del Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos, estableció una calificación mínima de “AA”.²⁶

El artículo 12 del Reglamento de Inversiones RIVM es fundamental para determinar bajo qué instrumentos financieros puede realizarse la

actividad de inversión. Entre los instrumentos autorizados por el reglamento, se destaca el inciso g), por el cual se faculta al RIVM a invertir valores e instrumentos que sean producto de procesos de titularización y fideicomisos de obra pública y privada. Para adquirir los instrumentos de inversión dispuestos por el artículo 12, será necesario que la decisión de inversión esté sustentada por el criterio legal de la Dirección Jurídica y en los criterios técnicos de la Dirección de Inversiones, del Área de Riesgos y del Comité de Riesgos.²⁷

En lo concerniente a la aplicación de límites prudenciales, el Reglamento de Inversiones RIVM difiere del Fondo del Magisterio Nacional y el Fondo de Bomberos, en cuanto a la forma en que establecen estos. No define anticipadamente los límites a los que debe atenerse el régimen de inversión. Conforme el artículo 13, inciso e) de este reglamento, la Junta Directiva, mediante la política de inversión aprobada, acordará los límites y porcentajes, así como instrumentos y emisores permitidos para las inversiones. Por tanto, los límites se determinan como consecuencia de la política de inversión aprobada por el RIVM. Según dispone el artículo 3 de este reglamento, la política de inversiones contempla entre otros: i) los objetivos de los rendimientos para las inversiones del RIVM; ii) una asignación estratégica de activos; y iii) aspectos particulares para cada tipo de inversión (porcentajes máximos y mínimos a invertir por clase de activos, dentro de estas, tipo de instrumento, tipo de emisor, sectores y calificaciones de riesgo).²⁸

3. Análisis del marco jurídico de los fondos de pensiones salvadoreños para realizar inversiones en infraestructura local

²⁴ Reglamento de Gestión de Activos. Art 1.

²⁵ Reglamento de Inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte. Art. 10.

²⁶ Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos del Benemérito Cuerpo de Bomberos. Art. 8.

²⁷ Reglamento de Inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte. Art. 12.

²⁸ Ibid. Art. 12.

3.1. La Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones en El Salvador.

A diferencia del sistema de pensiones costarricense, el modelo salvadoreño se encuentra privatizado. Pese a que cada sistema es de naturaleza distinta, resulta provechosa la comparación entre cada régimen desde la perspectiva de inversión institucional. Aunque se trata de un mercado incipiente, la inversión de los recursos de los fondos de pensiones salvadoreños en infraestructura local ha resultado una efectiva herramienta para financiar importantes proyectos que potencian el desarrollo del país y, por otro lado, proveen atractivos rendimientos para los inversores institucionales. Lo anterior se contrapone a un mercado costarricense que hoy es inexistente.

Mediante el Decreto número 927 de 1996, por el cual se promulga la Ley del Sistema de Ahorros para Pensiones, se crea, a partir del artículo 1, el Sistema de Ahorros para Pensiones para los trabajadores del sector privado, público y municipal, por el cual se sustituye el sistema de pensiones administrado por el Instituto Salvadoreño del Seguro Social y el Instituto Nacional de Pensiones de los empleados públicos. Este sistema comprende los procedimientos, normas e instituciones que administrarán los recursos destinados a las prestaciones que deban pagárseles a los afiliados para cubrir los riesgos de invalidez común, vejez, longevidad y muerte.

²⁹

De conformidad con el artículo 2 de esta ley, este sistema se compone de cuentas de ahorro individuales a nombre de cada afiliado, que son administradas por las instituciones administradoras de fondos de pensiones. Los afiliados eligen libremente la institución administradora según sus preferencias de

inversión.³⁰ Según dispone el reformado inciso f) de este artículo, cada institución administradora gestionará fondos de pensiones que se componen del conjunto de cuentas individuales de ahorro para pensiones, los cuales estarán separados del patrimonio de la institución administradora.³¹ Las instituciones administradoras invertirán los recursos de los fondos de pensiones buscando obtener una adecuada rentabilidad, de forma segura, con liquidez y diversificando el riesgo, según lo estipulado por el artículo 88 de la Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones.³²

Con el fin de incorporar nuevas disposiciones que permitan mejorar la rentabilidad de los ahorros previsionales de los trabajadores y así obtener una mejor pensión, se promulgó en fecha del 28 de setiembre del 2017 el Decreto número 787, por el que se aprobó una serie de reformas a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones. Entre estas, se destacan las modificaciones efectuadas al artículo 91 de esta ley, referente a la diversificación por instrumentos de inversión. Este artículo establece una serie de rangos máximos de inversión para los instrumentos financieros de cada fondo de pensión.

Dichos límites obedecen a la necesidad de que cada fondo tenga un portafolio de inversión diversificado. El inciso n) de este artículo autoriza la inversión en valores destinados al financiamiento de obras inmobiliarias, infraestructura o desarrollo de carreteras, puentes u otras obras con un límite entre el 5-15% del activo del fondo administrado. Cuando estos financiamientos cuenten con garantías de organismos multilaterales, Estados o reaseguradoras, se incrementará el límite entre el 10-30% del fondo administrado. Para efectos de la aplicación de la Ley del Mercado de Valores, estos financiamientos tendrán como

³⁰ Ibid. Art 2.

³¹ Reformas a la Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones. Art 29.

³² Ley del Sistema de Ahorros para Pensiones. Art 88.

²⁹ Ley del Sistema de Ahorros para Pensiones. Art 1.

único requisito la clasificación de riesgo cuando los valores sean destinados al financiamiento de infraestructura que cuente con la participación del Estado (Gobierno central, instituciones autónomas, municipalidades o mediante la Ley de Asocios Público Privados).³³

A diferencia del marco legal de inversión de las instituciones costarricenses antes citadas, donde el ordenamiento jurídico se encuentra disgregado y atomizado, la Ley de Ahorro para Pensiones de El Salvador dispone un marco general de inversión al cual quedan sujetas las instituciones administradoras para gestionar los recursos de los afiliados. En el contexto del financiamiento de infraestructuras como aeropuertos, puentes o carreteras, donde los proyectos son muy onerosos y complejos, la posibilidad de que varias instituciones inviertan en el mismo proyecto puede resultar un atractivo para efectos de mitigar en mejor forma el riesgo de crédito de la operación.

3.2. El financiamiento de la terminal de carga del Aeropuerto Internacional de El Salvador San Oscar Arnulfo Romero y Galdámez

Recientemente, las instituciones administradoras de fondos de pensiones (AFP) tomaron un importante rol en el financiamiento de la primera Asociación Público-Privada (APP) del país, por la cual se desarrolla la terminal de carga aérea del Aeropuerto Internacional de El Salvador San Oscar Arnulfo Romero y Galdámez.³⁴ Esta se trata de un contrato de concesión de obra pública dividido en dos fases. La primera fase comprende el financiamiento, diseño, construcción, equipamiento, mantenimiento y operación de la infraestructura existente, por un plazo de 15 años y con un costo de inversión de \$13.3 millones de dólares. Si la

demanda de la terminal de carga aérea alcanza 47 000 toneladas métricas anuales, antes de finalizar los 15 años, se podrá acceder a la segunda fase. Esta fase comprende el financiamiento, diseño, construcción, equipamiento, mantenimiento y operación de una nueva terminal de carga por un plazo de 20 años y con un costo aproximado de inversión de 49 millones de dólares.³⁵

Desde la perspectiva de inversión institucional, el hecho de que el proyecto se realice mediante una ley APP, donde se requieren múltiples controles por distintas instituciones para la puesta en marcha del proyecto, resulta un atractivo para el inversor, pues provee mayor seguridad de que el mismo se encuentra debidamente estructurado. De conformidad con el artículo 54 de la Ley Especial de Asocios Público Privados y el artículo 120 de la Constitución Política de El Salvador, toda concesión de obra pública otorgada por el Estado debe ser reconocida por la Asamblea Legislativa. Asimismo, según el artículo 32 de esta ley, los proyectos APP deben ser aprobados por el Consejo Directivo de PROESA (entidad que propone, aprueba y supervisa proyectos APP en el país), y deben contar con un dictamen favorable del Ministerio de Hacienda, de conformidad con los estudios de factibilidad económica, evaluación de impacto fiscal y evaluación de impacto social.³⁶

En lo concerniente a la confección de las bases de la licitación de un proyecto APP, según dispone el artículo 38 de esta ley, se exigen una serie de controles para asegurar que las disposiciones del cartel de licitación se ajusten a las necesidades del proyecto. El Consejo Ejecutivo PROESA aprobará las bases de la licitación cuando el proyecto cuente con lo siguiente: i) dictamen favorable del Ministerio de Hacienda sobre las consecuencias fiscales del proyecto, ii) una opinión del regulador

³³ Reformas a la Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones. Art 29.

³⁴ Simón, et al. Financiamiento de Asociaciones Público-Privadas. BID.

³⁵ CEPA. Iniciativa de ley y proyecto de decreto para la modernización y ampliación de la terminal de carga aérea.

³⁶ Decreto número 129 del 2020 de la República de El Salvador.

sectorial sobre temas como los niveles de servicio, estándares técnicos y las tarifas aplicables (en este caso realizado por la Autoridad de Aviación Civil), y iii) una opinión no vinculante de la Superintendencia de Competencia que constate que el cartel de la licitación no limita en alguna medida la competencia.³⁷

4. Conclusión

La confianza es el elemento más importante de cualquier sistema económico eficiente. Este posibilita transacciones entre individuos, empresas y gobiernos; impulsa la inversión y la innovación; propicia la formulación de políticas eficaces y, consecuentemente, genera un mayor crecimiento económico. Los agentes económicos solamente asumen riesgos y aumentan su actividad económica si creen que esta es rentable. Explica el Banco Interamericano de Desarrollo que las economías crecen cuando se acumulan los factores de producción (capital y trabajo) y se utilizan los insumos de forma eficiente para maximizar la productividad de los factores de producción.³⁸

En el caso de los fondos de pensiones costarricenses, se ha constatado que estos, efectivamente, pueden hacer inversiones institucionales para financiar obra pública costarricense mediante proyectos APP. Sin embargo, lo anterior no ha sucedido hasta la fecha. Pese a existir una necesidad de buscar nuevos canales de financiamiento originados por el enorme rezago en infraestructura y las limitaciones fiscales del país, los fondos de pensiones han subutilizado sus recursos pudiendo capitalizar sobre los rendimientos ofrecidos por el mercado de inversión en infraestructura, potenciar más sus ingresos con mejores rendimientos y

proveer con ellos una pensión más digna a sus beneficiarios. Aunque el ordenamiento jurídico de los fondos de pensiones se los permite, no hay confianza de los inversores.

El mercado de inversión institucional en infraestructura local es inexistente y esto no es casualidad. El marco jurídico de inversión institucional costarricense se encuentra atomizado y disgregado. Cada institución pública es un silo. Sometidas a distintas reglas de inversión, incorporando, en ocasiones, disposiciones excesivamente restrictivas que reducen innecesariamente los prospectos de inversión. Se destaca, por ejemplo, el Fondo de Bomberos, que puede invertir solamente en proyectos de concesión de obra pública que cuenten con garantías emitidas por el Gobierno de Costa Rica, los cuales minimicen los riesgos asociados, por ejemplo, de inicio de operaciones y de ejecución. Pocos proyectos tienen garantías de estas calidades por las limitaciones de endeudamiento que, a su vez, padece el Gobierno, de donde deriva una dificultad adicional para que el Fondo de Bomberos pueda invertir en infraestructura local.

En el caso de los fondos de pensiones salvadoreños, el marco legal aplicable es menos complejo. La Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones dispone un régimen general de inversiones que deben respetar los administradores de los fondos de pensiones. También es recalable, y distinto a la normativa costarricense, que mediante la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, en su artículo 91, inciso n), se permite la inversión en valores de infraestructura, pero se flexibilizan los límites prudenciales establecidos cuando los proyectos cuenten con garantías de organismos multilaterales, Estados o reaseguradores. En Costa Rica, el ordenamiento jurídico no contempla dicha flexibilidad.³⁹

³⁷ Ibidem.

³⁸ Scartascini, C. Valle, J. El papel de la confianza en la elusiva búsqueda de crecimiento económico.

³⁹ Reformas a la Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones. Art 29.

El Salvador cuenta con una Ley APP que establece el marco de ejecución para proyectos de esta clase. Esta regulación facilita la coordinación entre distintas entidades de la Administración Pública para aprobar y supervisar proyectos APP; garantiza un estricto régimen de controles que puedan justificar la viabilidad de un proyecto y permite a potenciales inversores tener claridad sobre cómo se implementa un proyecto de estas calidades. Estima el BID que una medida óptima para generar confianza por los gobiernos es aumentar la transparencia mediante mejor información sobre objetivos y resultados ⁴⁰. En Costa Rica, donde el ordenamiento jurídico institucional es un complejo entramado de disposiciones legales, se dificulta la posibilidad de que el inversor se sienta confiado en invertir.

Finalmente, resulta apropiado concluir con una precisión fundamental que aplica para potenciales inversores institucionales en proyectos APP. El principio rector en la asignación y mitigación de riesgos en proyectos de esta clase es que estos deben ser asignados a quien esté mejor calificado para mitigarles ⁴¹. La correcta estructuración de riesgos es lo que hace a un proyecto bancable. El financiador tiene su propia matriz de riesgos. Este debe asegurar la correcta mitigación del riesgo de crédito para garantizar que se invierte solamente en los proyectos que producen valor por dinero. En el caso de los inversores institucionales, la implementación de garantías de repago por parte del Estado en sus financiamientos representa una manera deficiente de incentivar la inversión, pues puede propiciar un sesgo en la inversión de proyectos defectuosos.

5. Bibliografía

Normativa

⁴⁰ Scartascini, C. Valle, J. El papel de la confianza en la elusiva búsqueda de crecimiento económico.

⁴¹ Pinto, João M. (2017).

- Ley número 6170 de 1977 de la República de Costa Rica. Jubilación Miembros Permanentes Cuerpo de Bomberos INS. 29 de noviembre de 1977. Semestre 2, tomo 5, página 1659.
- Ley número 7531 de 1995 de la República de Costa Rica. Reforma Integral del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional. 13 de setiembre de 1995. D.O. No. 133.
- Ley número 7494 de 1995 de la República de Costa Rica. Ley de Contratación Administrativa. 8 de junio de 1995. D.O. No. 110.
- Ley número 17 de 1943 de la República de Costa Rica. Ley Constitutiva de la Caja Costarricense del Seguro Social. 27 de setiembre del 2021. Semestre 2, tomo 2, página 299.
- Ley número 10078 de 2021 de la República de Costa Rica. Reforma de la Ley 7531, Reforma Integral del Sistema de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional. 24 de noviembre 2021. D.O. No. 227.
- Caja Costarricense del Seguro Social. Reglamento de Inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte. 20 de setiembre del 2021. D.O. No. 180.
- Cuerpo de Bomberos de Costa Rica. Reglamento número 11 del 2010. Reglamento Interno de Inversiones y Fideicomisos del Benemérito Cuerpo de Bomberos de Costa Rica. 29 de junio del 2010. D.O. No. 125.
- Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. Reglamento número 1452 del 2018. Reglamento de Gestión de Activos. 11 de noviembre del 2018. D.O. No. 203.
- Instituto Nacional de Seguros. Reforma Integral Reglamento del Fondo de Pensiones y Jubilaciones para los miembros del Benemérito Cuerpo de Bomberos. 20 de mayo del 2019. D.O. No. 92.
- Ley número 927 de 1996 de la República de El Salvador. Ley del Sistema de Ahorros para Pensiones. 23 de diciembre 1996. D.O. No.

243.

- Ley número 787 del 2017 de la República de El Salvador. Reformas a la Ley del Sistema de Ahorros de Pensiones. 28 de setiembre de 2017. D.O. No. 180.
- Decreto número 129 del 2020 de la República de El Salvador. Decreto de otorgamiento de la Concesión y Aprobación del Contrato en la Modalidad de Obra Pública de la Terminal de Carga del Aeropuerto Internacional de El Salvador San Óscar Arnulfo Romero y Galdámez.

Artículos y publicaciones:

- Banco Interamericano de Desarrollo. (2020). Asociaciones Público-Privadas: Retos, Lecciones Aprendidas y Soluciones Innovadoras en América Latina y el Caribe, Recuperado de https://courses.edx.org/assets/courseware/v1/8087ed393444b6ba59494e35016e2842/asset-v1:IDBx+IDB8x+1T2021+type@asset+block/M%C3%B3dulo_1._Unidad_1._Lectura_1_.pdf
- Carvallo, E. Powell, A. (marzo, 2019). Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019. Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Informe-macroeconomico-de-America-Latina-y-el-Caribe-2019-Construir-oportunidades-para-crecer-en-un-mundo-desafiante.pdf>
- Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma. (2021, julio 27). Iniciativa de ley y proyecto de decreto para la modernización y ampliación de la terminal de carga aérea. Recuperado de <https://www.cepa.gob.sv/iniciativa-para-modernizacion-y-ampliacion-de-la-terminal-de-carga-aerea/>
- Global Infrastructure Hub. (2022, marzo 15). Infrastructure debt provides attractive and resilient returns for investors. Recuperado de https://www.gihub.org/infrastructure-monitor/insights/infrastructure-debt-provides-attractive-and-resilient-returns-for-investors/?utm_source=linkedin&utm_medium=social+&utm_campaign=Monitor-Mar22
- Pinto, João M. (2017).
- Poder Judicial. (2014). Principios Desarrollados en la Jurisprudencia Constitucional. Recuperado de: <https://escuelajudicialpj.poder-judicial.go.cr/Archivos/bibliotecaVirtual/contencioso/Principios%20Desarrollados%20en%20la%20Jurisprudencia%20Constitucional.pdf>
- Scartascini, C. Valle, J. (2020, agosto 21). El papel de la confianza en la elusiva búsqueda de crecimiento económico. Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado de <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/el-papel-de-la-confianza-en-la-elusiva-busqueda-del-crecimiento-economico/>
- Simón, C., Castillo Martínez, P., Carbonell, S., Menezes, Rosane., Carrion, R., Zapata Oré, G., Montalbán Rojas, J., Ortiz, R., Salinas, F., Cobo, F., Collazo, S., Miranda Barros, C. (2021). Financiamiento de Asociaciones Público-Privadas. Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Financiamiento-de-Asociaciones-Publico-Privadas.pdf>