
**DISEÑO DEL MARCO REGULATORIO PARA LAS
INVERSIONES DE LOS FONDOS PÚBLICOS POR PARTE DE
LOS INSTITUTOS DE PREVISIÓN EN HONDURAS**

**COMPONENTE 1: ELABORACIÓN DE UN MARCO
NORMATIVO DE INVERSIONES DE LAS CAJAS
PREVISIONALES EN HONDURAS**

**FASE 1 – DOCUMENTACIÓN Y DIAGNÓSTICO
PRIMER INFORME**

Consultores:

Dr. Edgar Robles

Dr. Diego Valero Carreras

Madrid, 30 de agosto de 2015

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	3
1.- INVERSIONES DE LOS INSTITUTOS DE PREVISIÓN SOCIAL	4
2.- MERCADO DE CAPITALES Y LOS FONDOS DE PENSIONES.....	12
3.- ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS INSTITUTOS DE PREVISIÓN SOCIAL EN HONDURAS.....	19
4.- RIESGOS POTENCIALES A LOS QUE SE ENFRENTAN LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES	32
5.- NORMAS INTERNACIONALES Y MARCO NORMATIVO HONDUREÑO.....	41
6.- DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN HONDURAS	53
7.- CONCLUSIONES Y ESCENARIO BASE PARA REFORMA	56
LISTADO DE ACRÓNIMOS	60
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61
ANEXOS	
ANEXO 1: TÉRMINOS DE REFERENCIA.....	63
ANEXO 2: AGENDA VISITA DR. WALDO TAPIA Y EDGAR ROBLES.....	71

Introducción

Este documento forma parte del Programa de Apoyo a la Reforma de los Sistemas de Seguridad Social de la Unidad de Mercado Laborales del Banco Interamericano de Desarrollo. El objetivo específico de la consultoría consiste en un diseño del marco regulatorio para las inversiones de los fondos públicos por parte de los institutos de previsión social de Honduras.

De acuerdo con los términos de referencia que se anexan al final del documento, el Componente 1 consiste en la elaboración de un Marco Normativo de Inversiones de las Cajas Previsionales en Honduras. Este componente incluye una primera fase de documentación y diagnóstico, que comprende las siguientes actividades:

1. *Evaluar la experiencia observada de las inversiones realizadas por las Entidades Públicas Previsionales entre 2000 y 2014, su evolución y desempeño en el pasado y perspectivas futuras bajo el reglamento actual de inversiones para establecer un escenario base para la reforma.*
2. *Evaluar la estructura actual del mercado de capitales de Honduras identificando barreras para la inversión en instrumentos financieros que permitan la diversificación de los Fondos de Pensiones bajo condiciones de adecuada rentabilidad y riesgo.*
3. *Realizar un diagnóstico sobre la estructura de gobierno corporativo de las Entidades Públicas Previsionales, incluyendo: composición y funcionamiento del Directorio, flujo de información hacia el Directorio, instancias de diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones.*
4. *Evaluar los potenciales riesgos, tanto para el sistema de pensiones como para el sistema financiero y de capitales de Honduras, derivados del actual esquema de inversiones.*
5. *Comparar marco normativo actual de Honduras con respecto a normas de otros países de la región y estándares internacionales (OECD).*
6. *Comparar desempeño actual de las inversiones de los Fondos de Pensiones con otros países de la región y a nivel internacional.*
7. *Realizar entrevistas con actores claves para recoger información sobre el mercado de capitales local y percepción sobre las inversiones de los Fondos de Pensiones: Ministerio de Finanzas, Banco Central, Superintendencia de Valores, Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Seguros y Pensiones, AFPs y Compañías de Seguro, entre otros.*

A partir de las entrevistas descritas en el punto 7, cuyo detalle se muestra en el anexo 2, y de la recopilación de la información disponible, se elaboró el presente informe cuya estructura responde al mismo orden solicitado en los términos de referencia. Al final del documento se resumen los principales hallazgos del trabajo de campo e investigación y se concluye con una serie de recomendaciones para mejorar los marcos normativos de inversiones y de gobierno corporativo en Honduras.

1. Inversiones de los institutos de previsión social

El primero de los puntos de los términos de referencia solicita “evaluar la experiencia observada de las inversiones realizadas por las entidades públicas previsionales entre 2000 y 2014, su evolución y desempeño en el pasado y perspectivas futuras bajo el reglamento actual de inversiones para establecer un escenario base para la reforma”. La información para todo este periodo aún no había sido suministrada para el presente informe, por lo que no se cuenta con una serie estandarizada de inversiones para todos los institutos previsionales del país. A pesar de lo anterior, a lo largo de este documento se establece la situación presente de las inversiones de los fondos previsionales y se describe un escenario base para la reforma.

De previo a realizar un análisis de los riesgos a los que se enfrentan las inversiones de los institutos de previsión social de Honduras y las principales oportunidades de mejora en la gestión de estas carteras de inversión, es importante contextualizar sus montos y analizar en qué tipo de instrumentos se invierten los activos para el pago de pensiones.

En primera instancia, hay que comprender que no todos los activos que poseen los institutos encargados de gestionar fondos de pensiones públicos o de beneficio definido son generadores de rentas. Esto ocurre porque es usual que en este tipo de sistemas no exista una separación contable entre el administrador y los fondos administrados para el pago de beneficios, como sí ocurre en los sistemas de contribución definida o de capitalización individual.

Como consecuencia, dentro de los balances generales se ubican una cantidad de activos que son necesarios para la operación del administrador de los fondos. Dentro de estos se encuentran activos como mobiliario, equipo, vehículos, edificios administrativos, entre otros, pero que no son activos generadores de rentas que se puedan invertir para acrecentar el fondo administrado.

Por lo tanto, las inversiones relevantes para analizar la forma en que se invierten los activos en provecho de los afiliados serían los préstamos comerciales, las inversiones en instrumentos financieros como bonos y certificados de depósito (denominados ambos de renta fija) y las inversiones en capital accionario de empresas que por lo general se transan en bolsa (también llamadas inversiones de renta variable).

En el caso de Honduras, en el cuadro 1 se presenta un resumen de las inversiones generadoras de rentas de los cinco institutos de previsión social. Estas cifras fueron construidas a partir de los estados financieros que los institutos publican en las respectivas páginas web, de conformidad con la regulación de la CNBS. En total, los institutos de previsión social tienen inversiones generadoras de rentas del orden de 85.440 millones de lempiras o 3.900 millones de dólares. Este monto equivale a 21 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) de Honduras de 2014 y coloca a los institutos previsionales como el principal inversionista institucional del país.

Cuadro 1
Activos administrados por los institutos de previsión social de Honduras
 cifras en lempiras, dólares y porcentajes a junio de 2015

	INPREMA (a)			INUPEMP			IHSS			IPM			INPREUNAH			TOTAL	
Inversiones financieras y no financieras																	
Efectivo	365,747,695	1%	373,011,516	1%	440,764,025	3%	175,752,156	1%	33,348,286	2%	1,388,623,678	2%					
Sector Público	12,322,005,070	42%	14,446,510,253	57%	8,683,697,961	56%	3,419,978,000	26%	502,545,000	24%	39,374,736,287	46%					
Certificados de Depósito y bonos	6,748,999,680	23%	4,809,740,669	19%	6,372,711,003	41%	5,363,572,270	40%	371,242,927	17%	23,666,266,551	28%					
Préstamos	9,129,508,174	31%	5,401,775,829	21%	-	0%	3,412,357,198	26%	1,223,856,044	57%	19,167,497,246	22%					
Otros (b)	585,374,770	2%	366,171,120	1%	-	0%	891,671,941	7%	-	0%	1,843,217,831	2%					
Total Lempiras	29,151,635,390	100%	25,397,209,388	100%	15,497,172,990	100%	13,263,331,565	100%	2,130,992,257	100%	85,440,341,592	100%					
											US \$	3,900,459,324.38					
Inversiones financieras por moneda																	
Lempiras	17,159,254,020	88%	14,230,972,658	72%	11,514,862,777	74%	5,882,298,855	66%	655,893,286	72%	49,443,281,599	77%					
Dólares	2,277,498,425	12%	5,398,289,781	28%	3,982,310,213	26%	3,077,003,571	34%	251,242,927	28%	14,986,344,918	23%					
Total Lempiras	19,436,752,445	100%	19,629,262,439	100%	15,497,172,990	100%	8,959,302,426	100%	907,136,213	100%	64,429,626,516	100%					
											US \$	2,941,293,689.00					
Inversiones financieras por plazo																	
0-12 meses	12,161,413,700	63%	9,770,697,505	50%	7,155,722,389	46%	4,956,945,218	55%	461,319,326	51%	34,506,098,140	54%					
12-24 meses	1,515,136,000	8%	1,577,387,388	8%	996,314,930	6%	262,686,360	3%	285,703,887	31%	4,637,228,566	7%					
24-36 meses	2,310,968,745	12%	2,594,327,775	13%	3,804,508,009	25%	163,542,800	2%	-	0%	8,873,347,330	14%					
36-48 meses	49,443,000	0%	602,230,952	3%	333,046,661	2%	808,064,000	9%	-	0%	1,792,784,613	3%					
48 meses y más	3,399,791,000	17%	5,084,618,819	26%	3,207,581,000	21%	2,768,064,048	31%	160,113,000	18%	14,620,167,868	23%					
Total Lempiras	19,436,752,445	100%	19,629,262,439	100%	15,497,172,990	100%	8,959,302,426	100%	907,136,213	100%	64,429,626,516	100%					
Vencimiento promedio de las inversiones financieras (en años)	1.94		1.51		3.35		2.52		2.07								

(a) Cifras a mayo de 2015

(b) Se trata de terrenos en el caso de INPREMA; de acciones, terrenos, edificios y fideicomisos en el caso de INUPEMP; de sociedades, dependencias, arrendamientos y proyectos en el caso de IPM.

El monto absoluto de los activos de los institutos de seguridad social parece pequeño si se compara con otros países de la región latinoamericana y del mundo. No obstante, cuando se hace una comparación relativa al PIB, los activos administrados en pensiones en Honduras¹ tienen proporciones que están por encima de la media de Latinoamérica y es similar al porcentaje de activos a PIB que se administran en Colombia y Costa Rica. A pesar de lo anterior, con la excepción de Chile, los países de América Latina se caracterizan por mostrar razones bajas de activos para pensiones a PIB, tal y como se puede apreciar en el Gráfico 1.

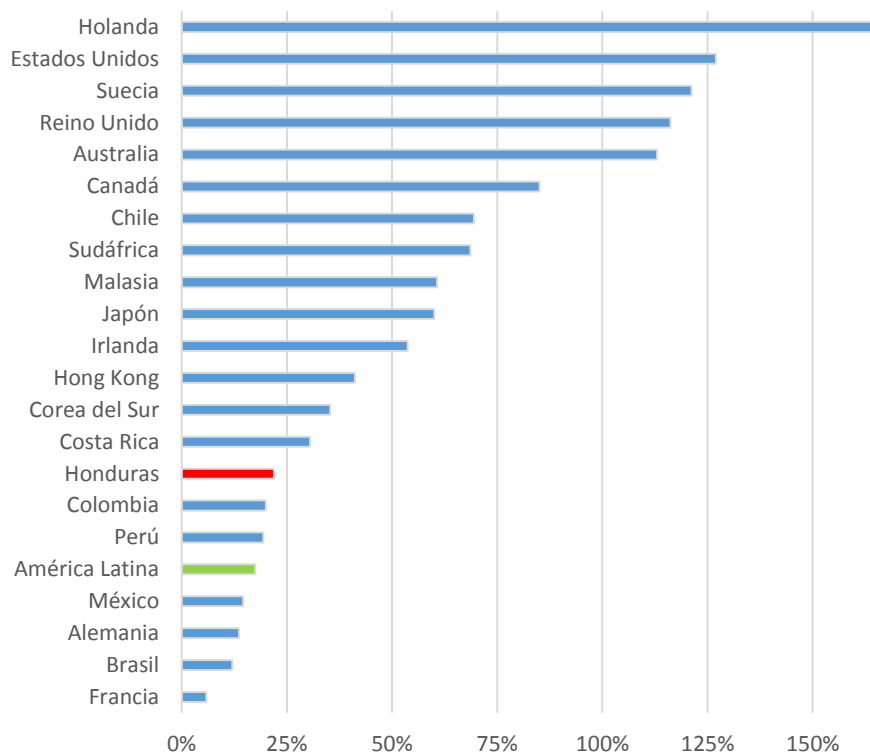
A continuación se hace una descripción de la forma en que en términos consolidados se invierten los fondos de pensiones en Honduras. Más adelante en el documento se hará referencia a los riesgos a los que se enfrentan las inversiones de los fondos de pensiones en general y a los que se enfrentan las inversiones de los institutos previsionales de Honduras en particular.

1.1 Las inversiones financieras están muy concentradas en el corto plazo

Las inversiones financieras componen el 75 por ciento de los activos generadores de rentas y están constituidos por 64.429 millones de lempiras o 2.941 millones de dólares. Existen una serie de aspectos notables que caracterizan las inversiones de los institutos de previsión social en Honduras. El primer elemento es la alta concentración que existe en instrumentos financieros de muy corto plazo, o sea, aquellos que son inferiores a un año. De forma consolidada el 54 por ciento de las inversiones financieras vencen en los siguientes 12 meses.

¹ Para este cálculo se incluyeron los activos administrados de AFP Atlántida según las cifras presentadas en CNBS (2014), que representa 1,21 por ciento del PIB.

Gráfico 1
Fondos de pensiones en países seleccionados
Activos administrados como porcentaje del PIB
(diciembre 2014)



Fuente: Towers Watson (2015), BBVA Research (2014), Supen (2015), CNBS (2014) y estimaciones propias.

Esto es inconsistente con los objetivos de un fondo de pensiones pues, con excepción del Instituto de Previsión Social de los Empleados de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (INPREUNAH), todos los institutos están en un periodo de acumulación de reservas, ya sea porque vienen de procesos de ordenamiento o fortalecimiento legal o porque Honduras atraviesa una etapa temprana del denominado bono demográfico. O sea, Honduras está en una etapa de la desarrollo de un país en donde la población en edad de trabajar o económicamente activa es mayor que la población dependiente compuesta por niños y adultos mayores.

Por lo tanto, el sistema de pensiones hondureño no debería tener necesidades de liquidez en las próximas décadas. En consecuencia, invertir a corto plazo resulta inconveniente pues, por un lado, los fondos se exponen a costos y riesgos mayores de reinversión, y además, no permite aprovechar la prima de liquidez de invertir a largo plazo, asociada con fondos que se supone se requerirán para pagar beneficios también en el largo plazo.

Lo anterior es válido a menos de que la inversión a corto plazo responda a una estrategia de portafolio óptima, dadas las expectativas de mercado. Sin embargo, este no es el caso de Honduras en este momento. Es más, la tendencia mundial en años recientes es la contraria pues ante la caída en los precios de los commodities, las inflaciones alrededor del mundo han tendido a caer y eso ha provocado disminuciones en las tasas de interés

nominales². Por tanto, un portafolio que vence en el corto plazo se ve obligado a renovarse a tasas de interés más bajas, provocando que la rentabilidad de los fondos de pensiones disminuya. Además, si los portafolios se valoraran a mercado, los títulos a tasa fija de más largo plazo han venido reportando plusvalías que les han generado ganancias importantes a los inversionistas. Se debe aclarar que en Honduras no se valoran los activos de los institutos previsionales a precios de mercado sino a valor de adquisición, lo cual es una limitante importante.

Una vez excluidas las inversiones financieras que vencen a menos de un año, es baja la inversión en instrumentos entre uno y cuatro años, ya que todas combinadas componen el 24 por ciento del portafolio. El restante 30 por ciento de los portafolios de inversión vence a más de 4 años, casi de forma exclusiva en títulos del sector público.

Las inversiones en el Instituto Nacional de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo (INJUPEMP) – el segundo importancia de acuerdo con los activos administrados - son las que tienen el plazo de vencimiento más próximo, pues en promedio sus inversiones vencen en 1,5 años. Mientras que las inversiones del IHSS son las que presentan el mayor plazo de vencimiento pues en promedio vencen en 3,3 años, aunque en este instituto persiste un 46 por ciento de las inversiones a menos de un año. A pesar de las disparidades entre institutos, estos plazos de vencimiento parecen ser demasiados cortos, dadas las necesidades de liquidez de los institutos previsionales.

Esta estructura de inversiones es reflejo del mercado de valores hondureño. Pero como se analizará posteriormente, el mercado financiero de un país también es explicado por la forma en que se regula el mercado de pensiones. Por lo general, existe endogeneidad entre ambas variables, pues al ser los institutos previsionales los principales inversionistas institucionales, su forma de invertir puede explicar la estructura del mercado de valores del país. En capítulo 5 se analiza la forma en que opera el mercado financiero y de valores en Honduras.

1.2 Los préstamos son una fuente importante de ingresos

Una segunda característica de las inversiones de los fondos de pensiones de los institutos previsionales es la alta dependencia en los préstamos para la generación de rentas. De forma consolidada, todos los institutos dedican casi una cuarta parte de sus activos (22 por ciento) a préstamos personales e hipotecarios. Este porcentaje es aún más significativo si se considera que el IHSS – el tercer fondo en importancia de acuerdo con los activos administrados - no tiene actividad crediticia, por lo que si se excluye a este instituto, el porcentaje de los activos que se dedican a préstamos sube a 27 por ciento. De hecho, en el INPREUNAH, el 57% de los activos generadores de renta son préstamos a afiliados.

Es común encontrar en otros países que instituciones de seguridad social de primer pilar dediquen un porcentaje de su cartera de inversión a préstamos, ya sea de forma directa

² A esto se le conoce como la Paradoja de Gibson o ecuación de Fisher en la cual la tasa de interés real se muestra invariable a cambios en las tasas de inflación, por lo que una caída de la inflación produce una baja en la tasa de interés nominal.

como se hace en Honduras, como de forma indirecta por medio de préstamos sindicados o titularizaciones de carteras hipotecarias, por ejemplo. Sin embargo, no es tan frecuente observar que se dedique un porcentaje tan alto a esta actividad.

Las razones son variadas. Por un lado, la actividad crediticia al menudeo es una especialidad bancaria y de hecho por lo general la regulación financiera en materia de créditos aplica sólo a entidades de este sector. Los riesgos asociados al otorgamiento de crédito son distintos a los riesgos que debe manejar un fondo de pensiones como lo son el riesgo de longevidad y solvencia de largo plazo.

Es así que existe una amplia gama de experiencias documentadas de malos manejos de carteras crediticias por parte de fondos de pensiones. Estos eventos han resultado en pérdidas cuantiosas de activos y pueden poner en peligro los indicadores de solvencia de los fondos y eventualmente el pago de los beneficios futuros a los afiliados. En el pasado, estas situaciones han ocurrido en Honduras y lo que debe hacerse es establecer regulación prudencial para limitar la exposición de los fondos de pensiones a los riesgos asociados al otorgamiento de crédito.

La experiencia ha mostrado que las pérdidas de la actividad crediticia están relacionadas a problemas operacionales, de gobierno corporativo, mal manejo de las garantías de los préstamos e información asimétrica, entre otros. Por ejemplo, un problema común es que los fondos de pensiones no tienen acceso a las centrales de información crediticia, ni tienen exigencias regulatorias de provisión por incobrables. Esto provoca que los fondos de pensiones enfrenten un problema de selección adversa a favor de los malos deudores que son rechazados por los bancos y que acuden a los fondos de pensiones por préstamos.

A pesar de lo anterior, el riesgo total de la actividad crediticia es menor en el caso de Honduras, pues la cartera de préstamos está muy diversificada entre muchos deudores y los préstamos son relativamente pequeños. Además, estos riesgos están acotados cuando se establecen límites prudenciales para la actividad crediticia y se ajusta la regulación para equipararla con la bancaria y así evitar el arbitraje regulatorio mencionado.

Del mismo modo, los riesgos que se asumen pueden mantenerse bajo control en la medida que se exijan procedimientos claros y definidos en términos de los riesgos operacionales, se establezcan políticas adecuadas de garantías y se limiten a la capacidad de pago por medio de deducción de planillas como ocurre en el presente en Honduras en todos los institutos.

Lo que sí hay que tener claro es que la mayor rentabilidad que se obtiene colocando activos en préstamos está asociada con mayores presupuestos de riesgo por parte del gestor. Además, tiene un costo administrativo más elevado, lo cual muchas veces, por la forma en que se lleva la contabilidad, se esconde dentro de los costos totales de administración del fondo de pensiones y no existe una estimación de cuál es la rentabilidad neta de esas inversiones.

1.3 Concentración mediana en instrumentos del sector público

Durante las entrevistas realizadas a los institutos de previsión social, todas expresaron su preocupación por la alta proporción de sus inversiones que se mantienen en instrumentos del sector público. Esta concentración – indican – es derivada del hecho de que las cuotas patronales a la seguridad social son pagadas casi de forma exclusiva con bonos de la Secretaría de Finanzas.

En esas mismas entrevistas, los institutos cuestionaron la seguridad de estos instrumentos del sector público, pues están obligados a recibir más bonos cuando estos se vencen, por lo que las posiciones deben ser renovadas en los mismos instrumentos. La interrogante es qué sucederá cuando se requiera la liquidez para pagar beneficios.

El accionar del Gobierno y estas preocupaciones no son ajenas a Honduras, sino que se repiten en la mayoría de los países de América Latina. No obstante, el verdadero problema de que el Gobierno pague sus deudas con bonos es el valor al cual los institutos de previsión social reciben esos bonos, pues no se exige la valoración a precios de mercado.

La ausencia de valoración es una de las principales limitaciones del proceso de inversión de los institutos previsionales. Esto ha ocasionado que los institutos de previsión social acudan de forma muy esporádica al mercado secundario, con el fin de evitar pérdidas de valoración. Como consecuencia, los títulos valores se mantienen a vencimiento, en contra del principio de administración activa de pensiones, lo cual limita las posibilidades de obtener un mayor rendimiento de las inversiones.

Otro aspecto que debe considerarse es que más que cuestionar el riesgo soberano o la capacidad futura del Gobierno de pagar sus deudas, derivado de las entrevistas más pareciera que los institutos de previsión social están deseosos de obtener liquidez para invertir directamente en diversos proyectos de construcción.

No obstante, según la entrevista con personeros de la Secretaría de Finanzas, los compromisos adquiridos con el Fondo Monetario Internacional (2014) en materia fiscal, obligan a que los institutos previsionales generen un excedente determinado, porque consolidan como parte del sector público. Esto significa que de involucrarse los fondos de pensiones en actividades constructivas, se pondrían en riesgo las metas fiscales acordadas. Por tanto, el pago con bonos de Gobierno es una forma de controlar las inversiones físicas de los institutos previsionales.

Además, aunque es limitada la experiencia internacional de fondos de pensiones que se involucran en actividades empresariales, de nuevo se debe insistir en que al igual que con los préstamos a afiliados, estas actividades generan una serie de riesgos en los que los fondos de pensiones no tienen el expertise o destreza para manejarlos. Vale la pena indicar que en el pasado reciente, en Honduras, este tipo de inversiones directas han sido una fuente de pérdidas cuantiosas para los fondos de pensiones, en donde los procesos de valoración no son transparentes y el conocimiento de la actividad es muy limitado. También, a diferencia de los préstamos a afiliados que están atomizados, estas inversiones directas tienden a representar mayores riesgos de concentración al ser la inversiones de montos más cuantiosos.

El cuadro 2 muestra la composición de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones para países de América Latina. Esta información fue obtenida de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión (AIOS) y se agregaron los datos para Honduras que se presentaron en el cuadro 1.

Cuadro 2
Inversión de los Fondos Administrados y Composición del Portafolio
(cifras a marzo de 2015 en millones de dólares y porcentaje del total)

	Chile	Colombia	Costa Rica	El Salvador	Honduras (a)	México	Panamá	Perú	República Dominicana	Uruguay
Inversión Total (millones de dólares)	167,126	60,309	6,210	8,044	3,900	157,370	395.9	38,226	5,635	10,927
Composición porcentual										
% Deuda Pública	20.8	38.3	63.0	80.6	46.1	50.8	10.4	17.9	65.4	64.2
% Instrumentos de instituciones financieras	16.1	8.4	22.2	5.6	29.3	3.7	57.4	14.9	32.8	9.6
% Instrumentos de instituciones no financieras	7.1	2.2	5.6	6.3	0.0	20.4	14.7	7.0	1.8	2.3
% Acciones	8.2	18.3	0.0	0.0	0.3	6.9	8.9	10.2	0.0	0.2
% Fondos mutuos y de inversión	1.7	0.7	1.9	0.0	0.0	0.0	4.0	4.7	0.0	0.0
% Instrumentos de emisores internacionales	45.7	29.4	6.2	7.5	0.0	18.1	4.2	41.4	0.0	10.8
% Otros instrumentos	0.4	2.8	1.1	0.0	24.3	0.1	0.0	3.9	0.0	12.9

(a) Los datos para Honduras son a mayo y junio de 2015, tal y como se especificó en el cuadro 1.

Fuente: AIOS y elaboración propia

Si bien la información es para sistemas de capitalización individual, no hay problema en realizar una comparación con los institutos previsionales pues en Honduras no existen limitaciones legales para que los fondos de pensiones inviertan un porcentaje mínimo en instrumentos de deuda pública. Esto es una ventaja para los fondos de pensiones hondureños de la cual no gozan muchos países de América Latina, pues no es excepcional encontrar jurisdicciones en las cuales las leyes obligan a invertir exclusivamente en títulos públicos o que por negligencia los administradores lo hagan de esa forma.

Con lo anterior se quiere decir que no hay motivos legales para que los fondos de pensiones públicos hondureños puedan gestionar sus portafolios de manera profesional como se hacen en algunos países de la región con sistemas de capitalización individual. De allí que es válido hacer la comparación del cuadro 2.

En este cuadro se observa que en Honduras se destina 46,1 por ciento del portafolio a títulos de deuda pública (Banco Central, Secretaría de Finanzas y BANPROVI). Esta cifra está justo en la mediana de la distribución, pues en países como Costa Rica, El Salvador, México, República Dominicana y Uruguay se invierte más en el sector público, y en Chile, Colombia, Panamá y Perú se invierte menos en estos instrumentos.

Esto brinda un buen punto de partida para los fondos de pensiones de Honduras pues está lejos de ser un caso extremo en cuanto a inversiones en el sector público. Además, el Gobierno es uno de los pocos emisores que existen en el país de títulos a largo plazo, lo cual lo convierte en uno de los principales aliados de los institutos previsionales para lograr alargar el portafolio de inversiones.

1.4 Inversiones en moneda extranjera

Otro aspecto que llama la atención en Honduras es el porcentaje de las carteras de activos financieros que los institutos previsionales invierten en dólares convertibles. Como se

puede apreciar en el cuadro 1, el 23 por ciento de las inversiones se mantiene en bonos denominados en dólares convertibles en lempiras.

Estas inversiones están colocadas principalmente en emisores privados y la mayoría vencen en menos de un año. La tasa de interés que pagan estos bonos es aproximadamente la mitad de la que pagan los bonos emitidos en lempiras, debido a la devaluación esperada.

La política cambiaria emitida por el Banco Central (2015a) se basa en una regla de devaluación meta entre el diferencial de inflaciones entre Honduras y sus principales socios comerciales. Esto quiere decir que debería existir un premio por invertir en lempiras pues el tenedor de deuda en esta moneda asume el riesgo cambiario.

A pesar de esto, los fondos previsionales no tienen riesgo cambiario pues todos sus pasivos, o sea, las pensiones actuales y futuras, están denominados en lempiras. Sin embargo, el mercado hondureño no ofrece bonos a tasas variables, mas el pago de las pensiones está indexado a la inflación. Por lo tanto, las inversiones en dólares en la práctica actúan como una cobertura de tasas de interés ante una inflación no esperada, pues de acuerdo a la regla cambiaria una mayor inflación local se traduce en una mayor devaluación del lempira.

Entonces queda por determinar si los institutos de previsión social utilizan algún tipo de modelo predictivo con el fin de realizar coberturas de tasas de interés por medio de las inversiones en dólares. En las entrevistas realizadas a los comités de inversiones no pareciera que este fuera el caso.

En consecuencia, las posiciones que se mantienen en dólares cumplen con una definición de especulación, pues los institutos previsionales están asumiendo que el lempira se devaluará por encima del diferencial de tasas de interés. Sin embargo, esta es una apuesta innecesaria y expone a los fondos de pensiones a invertir en portafolios inferiores a los óptimos, o sea a incurrir en rentabilidades inferiores y asumiendo un mayor riesgo.

Además, cuando una alta concentración de las inversiones en dólares se mezcla con portafolios que vencen en el muy corto plazo, como ocurren en Honduras, se sobre exponen los fondos de pensiones al riesgo cambiario, pues es más improbable que ocurra una devaluación inesperada del lempira en el corto plazo que en el largo plazo.

Hay que recordar que el riesgo cambiario opera en ambos sentidos. Esto quiere decir que si bien en el pasado la tendencia ha sido a que lempira se devalúe en el tiempo, las condiciones económicas y los programas de ajuste macroeconómicos con el FMI pueden conducir a una mejora sustancial de la economía, a una disminución en la inflación y a que el lempira se devalúe menos o incluso se aprecie en relación al dólar.

Del mismo modo, en un futuro cercano, una vez controladas las presiones fiscales e inflacionarias, el Banco Central de Honduras puede virar su política monetaria hacia una de metas de inflación, causando una mayor volatilidad del valor del dólar. Todo esto refuerza la idea de que los fondos de pensiones no deberían exponerse a estos riesgos, a menos de que se persiga una política deliberada de exposición cambiaria luego de un análisis de cartera óptima.

1.5 Ausencia de inversiones en instrumentos alternativos e inversiones en el exterior

Con una excepción imperceptible del IPM y del INJUPEMP, tal y como se puede apreciar en el cuadro 2, los institutos de previsión social de Honduras no invierten en instrumentos de renta variable, o sea, en capital accionario. Tampoco lo hace en fideicomisos, fondos de inversión u otro tipo de instrumentos alternativos. La inversión en estos activos eventualmente podría potenciar el crecimiento de segmentos específicos de la economía y del mercado de valores local.

Es claro que el mercado de valores hondureño no provee este tipo de instrumentos. Esto es común en muchos países de América Latina, en especial los más pequeños, y presentan una limitación para una diversificación adecuada de los fondos de pensiones, de acuerdo con la regla del inversor prudente.

No obstante, en otras latitudes del continente se ha logrado sobrepasar esta limitación invirtiendo una porción del portafolio en instrumentos internacionales. Chile y Perú son sin duda los países que tienen la experiencia más amplia en este campo pues invierten casi el 46 y 41 por ciento, respectivamente, de los portafolios de los fondos de pensiones en el exterior. Otros países como México, Uruguay, Costa Rica y El Salvador también invierten porcentajes interesantes en el exterior y la tendencia es a que estos porcentajes se incrementen en el futuro.

Los fondos de pensiones de Honduras, a pesar del poco desarrollo del mercado accionario, no invierten en mercados internacionales. Esto expone a los fondos de pensiones hondureños a riesgos de concentración importantes y constituye una excepción a lo observado en América Latina en donde solo República Dominicana acompaña a Honduras en este tránsito, en virtud de una prohibición legal que existe en aquel país.

Las inversiones internacionales requieren de un conocimiento especializado, por lo que se debe avanzar con cautela durante la curva de aprendizaje. Además, dadas la importancia de los fondos de pensiones en relación al PIB y a las metas macroeconómicas de los bancos centrales, el incremento de las inversiones de los fondos de pensiones en el exterior debe ser un proceso paulatino para evitar presiones sobre el tipo de cambio.

Finalmente, se ha observado en otros países que una mayor inversión en mercados internacionales lleva a los administradores de fondos de pensión a mejorar sus gobiernos corporativos. Además, existe un círculo virtuoso entre un mayor grado de inversión en el extranjero por parte de inversionistas institucionales y más entrada de capital por concepto de inversión extranjera directa y financiera.

2. Mercado de capitales y los fondos de pensiones

La regulación de los fondos de pensiones de los institutos de previsión social debe basarse en una normativa que le permita a estos institutos administrar las inversiones de forma adecuada mediante la diversificación, manejo de riesgos, establecimiento de procedimientos de inversión, de controles y de custodia, entre otros elementos. Esta

regulación, para ser efectiva, debe amoldarse a las características del mercado de valores de Honduras y a cualquier mejora que se logre realizar en el tiempo. Esto significa que para el diseño de la regulación se debe partir de la realidad del grado de desarrollo del mercado financiero y de la disponibilidad de títulos valores para invertir.

Los fondos de pensiones en general son proveedores de liquidez, o sea, tienen la característica de ser superavitarios. Además, por los lapsos en los que los ahorros van a ser requeridos para el pago de beneficios, los fondos de pensiones tienen la capacidad de realizar inversiones de largo plazo. De ser bien gestionados, estas inversiones favorecen la creación de una gama de instrumentos financieros con el fin de gestionar adecuadamente el binomio riesgo – rentabilidad.

Lo anterior quiere decir que los sistemas de pensiones pueden ayudar a darle profundidad al mercado financiero y a su vez, esta mayor profundidad, mediante la mayor variedad de instrumentos financieros, le permite a los fondos desarrollar procesos de inversiones más eficientes. Es por ello que el empleo de buenas prácticas de gobierno corporativo de las inversiones de los fondos de pensiones es esencial para el desarrollo del mercado financiero (el análisis del gobierno corporativo de los participantes del sector pensiones será analizado en el siguiente capítulo).

Pero lo anterior no basta. Algunos autores como Impávido et al (2003) y Vittas (1992) muestran que la forma en que se regula un mercado de pensiones es el principal determinante de la estructura y desarrollo del mercado de capitales de un país.

Así, la regulación debe favorecer la disponibilidad de una oferta amplia y variada de activos financieros que se amolden a las necesidades de los fondos de pensiones. Estos instrumentos financieros deben tener la liquidez adecuada para que los fondos puedan realizar una gestión activa del portafolio. Esto se logra mediante el desarrollo de mercados secundarios que le permitan a los fondos de pensiones comprar y vender instrumentos financieros conforme van cambiando sus necesidades de inversión y las condiciones de mercado.

Para ello, es necesario que la regulación exija la mayor transparencia hacia los inversionistas para que se revelen todos los riesgos asociados a las distintas emisiones, así como la definición de estándares mínimos de valoración, prácticas contables, costos de transacción, normativa de custodia, de divulgación de información privilegiada y control de conflictos de interés, entre otros.

2.1 Mercado de capitales de Honduras

El punto 2 de los términos de referencia requiere “evaluar la estructura actual del mercado de capitales de Honduras identificando barreras para la inversión en instrumentos financieros que permitan la diversificación de los Fondos de Pensiones bajo condiciones de adecuada rentabilidad y riesgo”. Para ello a continuación se elabora un análisis de la estructura del sector financiero hondureño, sus participantes y las limitaciones que existen para que los fondos de pensiones diversifiquen el riesgo y optimicen la rentabilidad.

El cuadro 3 muestra la estructura del sistema financiero hondureño, compuesto por los activos de las distintas entidades que lo componen. Como es común en los mercados financieros poco desarrollados, predomina la actividad de banca comercial, cuyos activos representa un 96 por ciento del PIB y componen el 76 por ciento de toda la industria financiera.

En segundo lugar en importancia se encuentran los activos de los institutos de previsión social con un 18 por ciento de participación dentro del sector financiero. Entre estas dos primeras categorías se agrupa el 93 por ciento del sector financiero. El restante 7 por ciento se divide entre compañías de seguros, financieras y otros intermediarios financieros, la única administradora privada de fondos de pensiones y el resto de entidades reguladas por la CNBS. En total, se encontraron estadísticas para 84 entidades financieras reguladas por la CNBS, sin contar el Banco Central de Honduras y la Secretaría de Finanzas.

Cuadro 3
Honduras: Estructura del sistema financiero

Instituciones	Número de instituciones	Activos		
		Millones de US \$	Porcentaje del sistema	Porcentaje del PIB
Bancos Comerciales	17	18,304.0	75.7	96.1
Financieras y otros intermediarios	12	416.0	1.7	2.2
Compañías de seguros	12	580.0	2.4	3.0
Institutos de previsión social	5	4,372.9	18.1	23.0
Administradoras de fondos de pensión	1	227.1	0.9	1.2
Otras instituciones*	37	271.3	1.1	1.4
Total sistema financiero	84	24,171.2	100	126.9

* Se trata de Almacenes generales de depósito (5), Bolsa de valores (1), Casas de bolsa (8), Casas de cambio (6), Centrales de riesgo (2), Clasificadoras de riesgo (4), Emisoras de tarjetas (1), Procesadoras de tarjetas de crédito (4) y Remesadoras de dinero (6)

Fuente: CNBS

La documentación sobre el mercado de capitales de Honduras es tan escaso como su desarrollo. Tanto estos documentos como las entrevistas realizadas a los distintos participantes del sector financiero coinciden en que el mercado de capitales de Honduras está en una etapa temprana de desarrollo, es muy poco profundo, está dominado por emisiones del sector público y el mercado secundario es casi inexistente.

Se argumenta que el desarrollo del mercado financiero es consecuencia de factores regulatorios y de una estructura de capital que es esencialmente familiar. Se dice que estos grupos de poder económico tienen acceso a líneas de crédito internacionales y tradicionalmente han sido reacios a abrir el capital accionario al mercado de valores.

En la entrevista realizada al Gerente y Directores de la Bolsa Centroamericana de Valores se indicó que el mercado secundario representa menos del 2,5 por ciento del total. Entre las razones para explicar esta poca profundidad se encuentran la ausencia de una exigencia regulatoria de valoración de carteras a precios de mercado y una preocupación

excesiva de los institutos por la liquidez, sumado al escaso conocimiento de riesgos de los gestores de las carteras de pensiones.

A pesar de lo anterior, el sector apenas está iniciando conversaciones para crear un custodio fuera del Banco Central de Honduras y establecer una central de valores en donde se indica que el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) será socio. Además, la BCV está trabajando junto con la CNBS en un Proyecto de Ley de Titularización y en la creación de la primer Sociedad administradores de fondos de inversión.

En entrevista realizada a la Superintendencia de Valores, se indicó que una razón por la cual el mercado de valores no ha podido desarrollarse es por una pérdida de confianza del público luego de una crisis ocurrida en 1998. El problema se originó porque algunas casas de bolsa venían emitiendo pagarés y ante la ausencia de un marco regulatorio se formaron pirámides financieras con estos pagarés, los cuales sucumbieron ante una crisis de liquidez, lo que llevó a la quiebra de bancos que tenían inversiones en esos instrumentos y a la pérdida de ahorros por parte del público. Como consecuencia, en el año 2001 se promulga la Ley del Mercado de Valores y establece requisitos muy exigentes que restringen la participación en el mercado. En el presente existen 8 casas de bolsa, aunque 2 de ellas (PROBOLSA y SONIVAL) concentran el 80 por ciento del volumen transado.

El mercado secundario es crucial para el buen desempeño de los fondos de pensiones. Lo anterior es aún más relevante en el caso de los títulos de deuda pública, ya sean de la Secretaría de Finanzas o del Banco Central de Honduras, pues la mayor proporción de los portafolios de los institutos previsionales están en este tipo de títulos.

Sin un mercado secundario profundo, los institutos se ven obligados a acudir solo al mercado primario y a mantener las inversiones hasta vencimiento. Esto disminuye la rentabilidad potencial que pueden obtener los fondos de pensiones ya que idealmente los títulos próximos a vencer deberían ser cambiados por otros a mayores plazos, dada la poca necesidad de liquidez de los fondos de pensiones. Además, un mercado secundario de deuda pública permite la formación de precios de títulos privados al generar una estructura de tasas a diferentes vencimientos.

Contrario a lo deseado, la gran mayoría de las transacciones del mercado financiero de Honduras son del sector público y se concentran casi en el mercado primario. Además, el mercado financiero es pequeño. Durante el 2014, el volumen negociado en el sector financiero fue 258.825 millones de lempiras, lo que equivale a 63 por ciento del PIB, una proporción modesta a nivel internacional.

El volumen negociado cayó 10 por ciento el último año a raíz de la disminución de la captación por parte de la Secretaría de Finanzas. Hay que recordar que en el último año del Gobierno de la República firmó un convenio de stand-by con el Fondo Monetario Internacional, con lo cual se comprometió a reducir el déficit fiscal, cuyo valor entre 2013 y 2014 se redujo de -7,9 a -4,4 por ciento en relación con el PIB. Para 2015 se espera que el déficit se reduzca aún más hasta alcanzar -3,2 por ciento del PIB.

El 99,5 por ciento de las transacciones corresponde a la participación del sector público. Dentro de este sector, el 97 por ciento de las operaciones son letras del tesoro del Banco Central de Honduras. Precisamente, la caída en el volumen negociado en el último año

se explica por la disminución en las colocaciones del Banco Central de Honduras, quien está a cargo de la subasta de bonos de la Secretaría de Finanzas.

El 80 por ciento de las letras del Banco Central de Honduras se emiten a menos de 7 días, el resto tiene un vencimiento máximo de 365 días. El mercado primario acapara el 97,5 por ciento de las transacciones del sector financiero y el restante 2,5 por ciento es del mercado secundario.

En la Bolsa Centroamericana de Valores (BCV) se negocia una fracción de las transacciones del sector financiero, pues el Banco Central de Honduras puede subastar directamente tanto sus títulos como los que le son encargados por la Secretaría de Finanzas.

Cuadro 4
Montos transados en la Bolsa Centroamericana de Valores
(en millones de lempiras)

	2014	2013
Sector Público	138,780.0	150,935.6
Primario	135,338.4	146,983.8
Banco Central de Honduras - liquidez	109,641.0	121,955.9
Banco Central de Honduras - estructural	24,142.5	25,008.7
Secretaría de Finanzas	1,554.9	19.1
Secundario	3,441.6	3,951.8
Banco Central de Honduras	1,573.0	1,125.9
Secretaría de Finanzas	1,868.6	2,825.9
Sector Privado	1,315.6	1,595.9
Primario	1,202.8	1,594.0
Credi Q	14.4	32.8
Sistema Bancario	1,188.4	1,561.2
Secundario	112.8	1.9
Credi Q	-	-
Sistema Bancario	112.8	1.9
TOTAL	140,095.6	152,531.5

Fuente: BCV

El cuadro 4 presenta un resumen de los montos transados por la BCV en los últimos dos años. Acá se observa que las transacciones del mercado secundario en bolsa representan 2,5 y 2,6 por ciento del total en 2014 y 2013, respectivamente. En cuanto a las transacciones del sector privado, éstas representan tan solo 1 por ciento de todas las transacciones y se limitan a emisiones de bonos corporativos entre los 17 bancos con plaza en el país.

Sin embargo, en los últimos 10 años solo nueve bancos inscribieron emisiones en la BCV, en adición a una emisión que realizó el BCIE en 2008. El cuadro 5 muestra las emisiones autorizadas que se han inscrito en bolsa entre 2006 y agosto de 2015. En total, los diez

emisores bancarios han inscrito 17 emisiones de bonos, de las cuales solo ocho están vigentes, pues las otras nueve ya expiraron.

Por lo tanto, el universo de inversiones transables en bolsa del sector privado local para los fondos de previsión social se reduce a estas ocho emisiones inscritas, más los bonos emitidos por el Banco Central de Honduras, sean estos del instituto emisor o de la Secretaría de Finanzas. Estos volúmenes transados de títulos privados no pueden llegar a cubrir sino un muy pequeño porcentaje del crecimiento de las inversiones de los fondos de pensiones. Por esta razón es que a los institutos previsionales se les dificulta tanto diversificar su cartera y encontrar emisiones que se ajusten a los plazos de liquidez que requieren.

Cuadro 5
Emisiones Privadas autorizadas por la BCV
(2006-2015)

Emisor	Fecha de inscripción de la emisión	Series	Valor de la emisión	Series emitidas	Situación actual
Banco DaVivienda	14-03-06	A-G	L 500.000.000	B	Vencida
Banco Citibank	16-11-06	A-E	\$ 15.000.000	A-C	Vencida
Banco Ficohsa CB	27-10-10	A-H	\$ 20.000.000	A-H	Actual
Banco Ficohsa 1a emisión	21-12-07	A-L	L 60.000.000	A-L	Vencida
Banco Ficohsa 2a emisión	26-11-09	A-V	L 800.000.000	A-V	Vencida
Banco Ficohsa 3a emisión	05-07-13	A-AN	\$ 42.320.000	A-AN	Actual
Banco Ficohsa 4a emisión	18-07-15	A-BW	\$ 150.000.000	A-R	Actual
Banco Ficensa 1a emisión	07-05-08	A-M	\$ 20.000.000	A-M	Vencida
Banco Ficensa 2a emisión	14-04-11	A-R	\$ 35.000.000	A-R	Vencida
Banco Ficensa 3a emisión	15-07-14	A-T	\$ 20.000.000	A-Q	Actual
BCIE	09-09-08		L 100.000.000		Vencida
Banco Atlántida 1a emisión	21-10-08	A-I	L 900.000.000	A-I	Vencida
Banco Atlántida 2a emisión	21-10-11	A-O	L 1.500.000.000	A-O	Actual
BAC Honduras 1a emisión	23-10-09	A-S	\$ 75.000.000	A-C	Vencida
BAC Honduras 2a emisión	07-12-12	A-Y	\$ 75.000.000	A-R	Actual
Banco Procredit	15-03-11	A-G	\$ 10.000.000	A-G	Actual
Banco del País	05-10-12	A-T	\$ 50.000.000	A-T	Actual

Fuente: BCV

En consecuencia, la forma que han encontrado los fondos de pensiones para diversificar sus carteras es recurriendo a los préstamos a afiliados y a certificados de depósito a plazo de los bancos privados. Estos instrumentos son de corto plazo, no son estandarizados ni transables en bolsa por lo que deben mantenerse a vencimiento. Además, ante las pocas posibilidades de inversión, son los emisores privados los que establecen las condiciones de los depósitos, al encontrar en las operadoras un mercado cautivo. De hecho, en el cuadro 6 se muestra que en los dos últimos años, el 40 por ciento de los depósitos bancarios, principal fuente de fondeo de los bancos hondureños, proviene de los depósitos a plazo fijo.

Cuadro 6
Honduras: Total de captaciones bancarias
(en millones de lempiras)

	2014	2013
Depósitos		
Cuenta Corriente	41,110	31,121
A la visa	91,007	84,855
A plazo fijo	85,775	76,042
TOTAL	217,891	192,017

Fuente: CNBS

En los últimos dos años no existen transacciones de acciones de empresas listadas, no hay registrados en la BCV fondos de inversión, fideicomisos, fondos mutuos o certificados de participación hipotecaria, solo para nombrar algunos títulos en los que los fondos de pensiones invierten en otras latitudes. Estos instrumentos contribuirían tanto al desarrollo del mercado de capitales, como al mejoramiento de la gestión de los fondos de pensiones.

Hay que recordar que existe una parte de transacciones del mercado financiero que no se muestran en las estadísticas de los cuadros 3 y 4. Estas son precisamente los bonos que reciben los institutos previsionales de forma directa de la Secretaría de Finanzas por concepto de cuotas patronales de la seguridad social. La práctica pasada es que estos bonos son recibidos por los institutos al valor par y no a valores de mercado, pues no se exige la valoración a precios de mercado en las administradoras de fondos de pensión. Además, las condiciones de los bonos las fija el emisor, o sea, la Secretaría de Finanzas.

La práctica anterior le resta profundidad al mercado financiero e impacta las rentabilidades de los fondos de pensiones. De nuevo, en mercados más desarrollados, aunque no competitivos, es el inversionista institucional el que establece las condiciones de compra de títulos valores y no al revés como ocurre en Honduras. Una forma de superar esta restricción es invirtiendo una porción del portafolio en mercados internacionales.

En resumen, para eliminar muchas de las distorsiones que impiden que el mercado financiero se desarrolle es crucial exigir la valoración a precios de mercado. Además, la ausencia de valoración actual tiene un peso que se manifiesta en menores rentabilidades de fondos de pensiones y le ha permitido a los diversos emisores aprovecharse de un mercado cautivo de fondeo para financiar el déficit fiscal o las actividades comerciales de los bancos privados. Aparte de esto, valorar los portafolios a precios de mercado es parte de los principios de buenas prácticas internacionales y cumplen con las normas internacionales de contabilidad.

El ajuste del marco regulatorio para permitir la valoración a precios de mercado también ayuda a darle mayor profundidad al mercado secundario. También, se deben facilitar los procesos de inscripción de instrumentos financieros en la bolsa de valores y revisar la necesidad -y si es del caso eliminar- el requisito de aprobación por parte de la CNB de los instrumentos de inversión que pueden adquirir los fondos de pensiones, pues los participantes indican que se tarda hasta 9 meses en este proceso, lo cual le resta dinamismo al mercado.

Además, hay que revisar los límites de inversión por tipos de instrumento, emisor y emisión, con el fin de ir obligando a los fondos de pensión a buscar más alternativas de

diversificación del portafolio. Al mismo tiempo, esto obliga a los bancos a acudir con mayor intensidad al mercado de valores y a estandarizar su deuda, lo cual favorece el desarrollo del mercado secundario y brinda precios más justos a los títulos valores en provecho de las rentabilidades de los fondos de pensiones.

Finalmente, se debe iniciar un proceso paulatino hacia las inversiones en el exterior, pues eso en otros países ha ido de la mano con el desarrollo de mejores prácticas de los gobiernos corporativos, una mayor diversificación del riesgo, elevar los plazos de inversión del portafolio y a una mejora en las rentabilidades locales pues disminuye la demanda por títulos locales. También, la inversión en el extranjero sacaría a los bancos emisores locales pues ya no tendrían un mercado cautivo. Hoy las condiciones de las inversiones de los fondos de pensiones las dictan los emisores privados y su situación es muy cómoda pues encuentran en los fondos de pensiones un mecanismo de fondeo de sus necesidades de corto plazo a costas de la rentabilidad de los fondos de pensiones.

3. Estructura de gobierno corporativo de los institutos de previsión social en Honduras

El apartado 3 de los términos de referencia solicita “Realizar un diagnóstico sobre la estructura de gobierno corporativo de las Entidades Públicas Previsionales, incluyendo: composición y funcionamiento del Directorio, flujo de información hacia el Directorio, instancias de diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones”.

A continuación se presenta una descripción de la estructura de gobierno corporativo de los institutos de previsión social de Honduras, incluyendo: la composición y funcionamiento del órgano de gobierno³, flujo de información hacia el órgano de gobierno, instancias de diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones. Posteriormente, se realiza un análisis a nivel general del gobierno corporativo de los institutos.

3.1 Descripción de la estructura de gobierno corporativo

3.1.1 Instituto Nacional de Previsión del Magisterio (INPREMA)

3.1.1.1 Composición y funcionamiento del órgano de gobierno⁴

Órganos de planificación, dirección y control	Asamblea de Aportantes y Participantes Directorio de Especialista
Conformación de la Asamblea	1. El Secretario de Estado en el Despacho de Educación; 2. El Secretario de Estado en los Despachos de Trabajo y Previsión Social;

³ Corresponde a la máxima jerarquía de cada Instituto, sea Asamblea de Aportantes y Participantes o Junta Directiva, según corresponda.

⁴ Ley del Instituto Nacional de Previsión del Magisterio.

-
3. El Secretario de Estado en el Despacho de Finanzas;
 4. El Secretario de Estado en los Despachos de Interior y Población;
 5. El Secretario de Estado Técnico de Planificación y Cooperación;
 6. El Secretario de Estado en el Despacho de Desarrollo Social;
 7. Seis miembros, uno por cada Organización Magisterial legalmente reconocida a la fecha de entrada en vigencia de la presente Ley, quienes deben ser participantes activos o pensionados. En caso de que se incremente el número de organizaciones magisteriales, la representación de cada miembro será rotativa en el orden de la fecha de creación;
 8. Dos miembros representantes nombrados por las Instituciones de educación no gubernamental integrantes del Instituto de Previsión del Magisterio, reconocidos legalmente por el Estado, quienes podrán ser participantes activos o pensionados; y,
 9. Dos miembros nombrados como representantes de la Asociación de Maestros Jubilados y Pensionados de Honduras (AMAJUPENH), entre los docentes jubilados y pensionados del INPREMA.

Sesiones de la Asamblea	Cuatro veces al año Extraordinariamente cuando haya asuntos urgentes que tratar
Quórum de la Asamblea	Diez miembros
Mecanismos de votación de la Asamblea	Mayoría simple
Prohibiciones para los miembros	No se establecen
Disposiciones sobre conflicto de intereses	No se establecen
Requisitos de conocimientos y experiencia	No se establecen
Conformación del Directorio	Tres miembros nombrados por la Asamblea por períodos de 5 años. A cargo de uno de ellos está la Presidencia del Directorio quien tiene voz pero no voto en las sesiones.
Sesiones del Directorio	Ordinarias una vez por semana Extraordinariamente cuando haya asuntos urgentes que tratar

Quórum del Directorio	Todos sus miembros (tres)
Mecanismos de votación del Directorio	Mayoría simple
Prohibiciones para los Directores	Se establecen incompatibilidades para ser Director
Disposiciones sobre conflicto de intereses	Se establecen prohibiciones
Requisitos de conocimientos y experiencia	Ser profesional universitario(a) con título emitido o reconocido por la autoridad nacional, competente con grado de licenciatura o superior; con experiencia y estudios acreditados en las áreas de administración, contaduría pública, finanzas, actuaría, economía o seguridad social.

3.1.1.2 Flujo de información hacia la Asamblea

Con el fin de mantener informada a la Asamblea, la ley establece que el Directorio debe:

- Informar las valuaciones actuariales e informes de auditorías realizadas por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, así como los que presente otro órgano de control del Estado;
- Remitir un informe semestral comparativo entre los supuestos actuariales recomendados por la Comisión para mantener la solvencia institucional y los índices reales observados en el Instituto, para su conocimiento y resolución;
- Remitir cualquier información, datos o estudios que la Asamblea le requiera; así como sobre situaciones, eventos o problemas que afecten o pudieran afectar significativamente al Instituto y las acciones concretas para enfrentar y/o subsanar las deficiencias identificadas;
- Preparar y presentar ante la Asamblea, la Memoria Anual de labores del Instituto, correspondiente al último ejercicio administrativo y financiero;

3.1.1.3 Diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones

La ley del INPREMA establece al Comité Técnico de Inversiones como responsable de proponer la política de inversiones, la cual debe ser aprobada por el Directorio. Por medio de las entrevistas realizadas, el IMPREMA indicó que incorpora su plan de inversiones como parte del Plan Anual Operativo. Sin embargo, no se establecen responsabilidades ni lineamientos específicos para el diseño y la supervisión del cumplimiento de la política de inversiones.

3.1.2 Instituto Nacional de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo (INJUPEMP)

3.1.2.1 Composición y funcionamiento del órgano de gobierno⁵

Órganos de planificación, dirección y control	Asamblea de Aportantes y Participantes Directorio de Especialista
Conformación de la Asamblea	<ol style="list-style-type: none">1. El Secretario de Estado en el Despacho de Desarrollo Social, quien lo preside y tiene voto de calidad;2. El Secretario de Estado en los Despachos de Trabajo y Seguridad Social;3. El Secretario de Estado en el Despacho de Finanzas;4. Un miembro representante de los cotizantes al Instituto por parte de los empleados del Gobierno Central, nombrados por la Asociación Nacional de Empleados Públicos de Honduras;5. Un miembro representante de los cotizantes al Instituto por parte de las Centrales Obreras; y,6. Dos miembros representantes de los pensionados por vejez e invalidez, nombrados por la Asociación Nacional de Jubilados y Pensionados de Honduras.
Sesiones de la Asamblea	Una vez al mes Extraordinariamente cuando haya asuntos urgentes que tratar
Quórum de la Asamblea	Seis miembros
Mecanismos de votación de la Asamblea	Mayoría simple de los miembros que asistan, en caso de empate el Presidente de la Asamblea tendrá voto de calidad
Prohibiciones para los miembros	No se establecen
Disposiciones sobre conflicto de intereses	No se establecen

⁵ Ley de El Instituto de Jubilaciones y Pensiones de los empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo (INJUPEMP).

Requisitos de conocimientos y experiencia	No se establecen
Conformación del Directorio	Tres miembros nombrados por la Asamblea por períodos de 4 años. A cargo de uno de ellos está la Presidencia del Directorio quien tiene voz pero no voto en las sesiones.
Sesiones del Directorio	Ordinarias una vez por semana Extraordinariamente cuando haya asuntos urgentes que tratar
Quórum del Directorio	Todos sus miembros (tres)
Mecanismos de votación del Directorio	Mayoría simple
Prohibiciones para los Directores	Se establecen incompatibilidades para ser Director
Disposiciones sobre conflicto de intereses	Se establecen prohibiciones
Requisitos de conocimientos y experiencia	Ser profesional universitario(a) con título emitido o reconocido por la autoridad nacional competente, de reconocida honorabilidad, idoneidad y competencia, con grado mínimo de licenciatura, ingeniería, o equivalente; así como experiencia gerencial o de dirección y estudios acreditados en las áreas de administración, banca, contaduría pública, finanzas, derecho, actuaría, economía, gestión y evaluación de proyectos y/o derecho social.

3.1.2.2 Flujo de información hacia la Asamblea

Con el fin de mantener informada a la Asamblea, la ley establece que el Directorio debe:

- Informar a la Asamblea las valuaciones actuariales e informes de auditorías realizadas por la Comisión, así como los que presente otro órgano de control del Estado;
- Presentar ante la Asamblea un informe semestral comparativo entre los supuestos actuariales recomendados por la Comisión para mantener la solvencia Institucional y los índices reales observados en el Instituto, para su conocimiento y resolución;
- Presentar a la Asamblea, así como a los entes supervisores y contralores del Estado, cualquier información, dato o estudio que éstas le requieran;
- Preparar y presentar ante la Asamblea, la Memoria Anual de labores del Instituto, correspondiente al último ejercicio administrativo y financiero;

- Informar y comunicar debidamente a la Asamblea sobre situaciones, eventos o problemas que afecten o pudieran afectar significativamente al Instituto y las acciones concretas para enfrentar y/o subsanar las deficiencias identificadas;
- Presentar anualmente a la Asamblea un informe de cumplimiento de todas sus obligaciones que por Ley les son aplicables.

Por otra parte, durante las entrevistas realizadas, se manifestó que el Comité Técnico de Inversiones presenta un reporte a la Asamblea de forma periódica y que la Auditoría Interna por su parte, informa los hallazgos detectados en los procesos de inversión.

3.1.2.3 Diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones

La ley de INJUPEMP establece al Comité Técnico de Inversiones como responsable de proponer la política de inversiones. El Directorio es el responsable de aprobar la política y su respectiva reglamentación donde se establezcan límites y controles a los riesgos asumidos. Según manifestaron los miembros de INJUPEMP entrevistados, el Comité Técnico de Inversiones solicita simulaciones para tomar las decisiones de inversión. Sin embargo, no se establecen responsabilidades ni lineamientos específicos para el diseño y la supervisión del cumplimiento de la política de inversiones.

3.1.3 Instituto Hondureño de Seguridad Social (IHSS)

3.1.3.1 Composición y funcionamiento del órgano de gobierno⁶

Órganos superiores	Junta Directiva y la Dirección Ejecutiva
Conformación de la Junta Directiva	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dos miembros propietarios en representación del Poder Ejecutivo, cuya titularidad recae en los Secretarios de Estado en los Despachos de trabajo y Seguridad Social, y salud; 2. Tres miembros propietarios en representación del sector empleador, nombrados por el Consejo Hondureño de la Empresa Privada (COHEP); 3. Tres miembros propietarios en representación del sector laboral, electos uno por cada una de las confederaciones de trabajadores legalmente reconocidas; y, 4. Un miembro propietario en representación del Colegio de Médico, cuya titularidad recae en su Presidente o en su sustituto legal.
Sesiones de la Junta Directiva	Por lo menos cada quince días y en forma extraordinaria cuando lo estime conveniente

⁶ Ley del Seguro Social y el Decreto No. 080-2001 del 1 de junio del año 2001

Quórum de la Junta Directiva	Seis miembros (sesiones ordinarias) Siete miembros (sesiones extraordinarias)
Mecanismos de votación de la Junta Directiva	Voto favorable de cinco miembros (sesiones ordinarias) Voto favorable siete miembros (sesiones extraordinarias) Las resoluciones relativas a la modificación de techos, tasas, aportaciones y demás contribuciones deberán ser aprobadas con el voto favorable de seis miembros.
Prohibiciones para los miembros	Se establecen prohibiciones para los miembros
Disposiciones sobre conflicto de intereses	Se establecen prohibiciones
Requisitos de conocimientos y experiencia	No se establecen
Prohibiciones para el Director Ejecutivo	Se establecen las mismas inhabilidades que para los miembros de Junta Directiva
Requisitos de conocimientos y experiencia para el Director Ejecutivo	Poseer reconocida experiencia administrativa

3.1.3.2 Flujo de información hacia la Junta Directiva

La Ley del IHSS no establece requisitos específicos de información que deban ser presentados periódicamente por el Director Ejecutivo a la Junta Directiva.

3.1.3.3 Diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones

Según se refleja en el sitio web del IHSS⁷, y de acuerdo con lo establecido en el procedimiento para regular la inversión de fondos, el Instituto publica mensualmente en los diarios de mayor circulación del país, un comunicado al Sistema Financiero Nacional, con el detalle de la disponibilidad de fondos para invertir semanalmente. Conforme a la liquidez

⁷ <http://www.ihss.hn/IVM/inversiones/Paginas/default.aspx>

disponible, el Sistema Financiero presenta ofertas que son analizadas por el Comité de Inversiones para seleccionar las opciones ofrecidas de mejor rentabilidad y seguridad.

Esta metodología indica que el IHSS no ha diseñado una política de inversión basada en criterios técnicos, que guíe las decisiones del Instituto en busca de la mejor relación de riesgo y rendimiento en sus inversiones.

Al no existir una clara política de inversiones debidamente aprobada por la Junta Directiva, no es posible contar con mecanismos para su supervisión. Esto ocasiona además que la Junta Directiva no tenga acceso a información relevante y suficiente con respecto a los riesgos que enfrentan las inversiones para aprobar las decisiones de inversión tomadas por el Comité de Inversiones, responsabilidad que le corresponde según lo establecido en el procedimiento para regular la inversión de fondos.

Por otra parte, la Ley del IHSS establece que la Junta Directiva debe aprobar los planes de inversión para períodos prudenciales, con las líneas generales y las cifras de porcentaje para cada inversión, así como el presupuesto de inversiones ajustado al plan vigente.

3.1.4 Instituto de Previsión Militar (IPM)

3.1.4.1 Composición y funcionamiento del órgano de gobierno⁸

Órganos de administración	Junta Directiva y la Gerencia
Conformación de la Junta Directiva	<ol style="list-style-type: none">1. El Jefe del Estado Mayor Conjunto;2. El Subsecretario de Estado en el Despacho de Defensa Nacional;3. El Subsecretario de Policía Preventiva;4. Un Representante de las Fuerzas Armadas;5. Dos Representantes de la Policía Nacional;6. Un Representante de los Pensionados; y,7. El Comandante General del Cuerpo de Bomberos, sujeto a la afiliación del Cuerpo de Bomberos al Régimen.
Sesiones de la Junta Directiva	Sesión ordinaria por lo menos una vez al mes y en sesión extraordinaria siempre que sea necesario
Quórum de la Junta Directiva	Seis miembros
Mecanismos de votación de la Junta Directiva	Mayoría calificada de tres cuartas (3/4) partes de sus miembros

⁸ Ley del Instituto de Previsión Militar

Prohibiciones para los miembros	Se establecen en el Reglamento de la Ley
Disposiciones sobre conflicto de intereses	No se establecen
Requisitos de conocimientos y experiencia	No se establecen
Prohibiciones para el Gerente	Se establecen inhabilidades
Requisitos de conocimientos y experiencia para el Gerente	Ser profesional universitario con título emitido o reconocido por la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (UNAH), preferiblemente en las áreas de administración de empresas, contaduría pública, finanzas, actuaría o economía y con amplia experiencia en Administración y Finanzas.

3.1.4.2 Flujo de información hacia la Junta Directiva

La Gerencia debe suministrar la siguiente información a la junta Directiva:

- Informes periódicos sobre la ejecución y cumplimiento de las resoluciones de la Junta Directiva y de la gestión administrativa en materia de inversiones, ejecución presupuestaria, situación financiera institucional y demás aspectos pertinentes;
- Cualquier información, datos o estudios que éstas le requieran;
- Para su discusión y aprobación, el balance general, el estado de resultados, la información financiera adicional, la ejecución del presupuesto y la memoria anual de labores del IPM relativos al último ejercicio administrativo y financiero.

3.1.4.3 Diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones

El Instituto cuenta con una política de inversión definida por el Comité de Inversiones y aprobada por la Junta Directiva, que incluye una programación de flujos, rentabilidad objetivo, programación de préstamos y su control de morosidad.

A través de las entrevistas, se informó que el IPM tiene un contrato de servicios con el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), para la elaboración y seguimiento de un plan estratégico de inversiones quinquenal.

3.1.5 Instituto de Previsión Social de los Empleados de la UNAH (INPREUNAH)

3.1.5.1 Composición y funcionamiento del órgano de gobierno⁹

Órganos de administración	Junta Directiva y la Gerencia General
Conformación de la Junta Directiva	<ol style="list-style-type: none">1. Un representante de la Asociación de Jubilados y Pensionados de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (AJUPEUNAH);2. Un representante del Sindicato de Trabajadores de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (SITRAUNAH);3. Un representante del Consejo Universitario;4. Un representante de la Asociación de Docentes de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (ADUNAH);5. El titular de la Rectoría de la UNAH, o en su ausencia su representante quien podrá ser;<ol style="list-style-type: none">a) Vice rectoría académica;b) Vice rectoría de relaciones Internacionales;c) Quien sea su sustituto por ley.
Sesiones de la Junta Directiva	Ordinarias una vez por mes y extraordinarias siempre que haya asuntos urgentes que tratar
Quórum de la Junta Directiva	Tres miembros
Mecanismos de votación de la Junta Directiva	Simple mayoría de votos o por unanimidad
Prohibiciones para los miembros	Se establecen inhabilidades
Disposiciones sobre conflicto de intereses	Se establecen prohibiciones
Requisitos de conocimientos y experiencia	Recomienda a los sectores representados en el INPREUNAH que nombren preferentemente, a personas con conocimientos en los intereses afines a la Institución
Prohibiciones para el Gerente	No se establecen
Requisitos de conocimientos y experiencia para el	Ser profesional universitario debidamente colegiado y tener por lo menos cinco años de experiencia en cargos de dirección o administración similar y estar debidamente calificado para dicho

⁹ Reglamento del INPRENAUH

Gerente cargo, de acuerdo al Manual de Administración, Calificación y Selección de Personal del INPREUNAH.

3.1.5.2 Flujo de información hacia la Junta Directiva

La Gerencia debe:

- Presentar periódicamente informes sobre la ejecución y cumplimiento de las resoluciones de la Junta Directiva y de la gestión administrativa en materia de inversiones, ejecución presupuestaria, situación financiera institucional y demás aspectos pertinentes;
- Presentar a la Junta Directiva para su resolución, el dictamen correspondiente sobre las inversiones que no estén reglamentadas y sujetas a supervisión periódica de los organismos contralores;
- Presentar a la Junta Directiva para su discusión y aprobación, el balance general el estado de resultados, la información financiera adicional y la memoria anual de labores de INPREUNAH, relativos al último ejercicio administrativo fiscal.

3.1.5.3 Diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones

El Reglamento del Instituto no establece responsabilidades con respecto a la política de inversiones. Durante la entrevista realizada, el Instituto afirmó no contar con una política definida y aprobada por la Junta Directiva, en razón de estar en un proceso de intervención con apenas dos meses de haber iniciado en funciones.

3.2 Análisis de las estructuras de gobierno corporativo de los institutos de previsión social

Antes de realizar un análisis del gobierno corporativo de los institutos de previsión social, es importante recordar que el marco para el gobierno corporativo debe garantizar la orientación estratégica, el control efectivo del órgano de gobierno¹⁰ y su responsabilidad frente a los afiliados y pensionados.

En la administración de los recursos de los fondos de pensiones, los órganos de dirección tienen una responsabilidad fiduciaria, la cual incluye:

- a. Tratar a los afiliados y pensionados de forma imparcial.
- b. Actuar con el cuidado, habilidad y diligencia de una persona prudente.

¹⁰ Corresponde a la máxima jerarquía de cada Instituto, sea Asamblea de Aportantes y Participantes o Junta Directiva, según corresponda.

-
- c. Interpretar los términos de los planes de manera justa, imparcial y de buena fe.
 - d. Asegurar, dentro del ámbito de sus competencias, que los afiliados y pensionados reciban los mejores beneficios posibles.
 - e. Evitar que los intereses personales entren en conflicto con los intereses de los fondos administrados.

Como se muestra en la descripción de la estructura de gobierno corporativo de la sección anterior, el órgano de gobierno de los institutos de previsión social en Honduras, corresponde a la Asamblea de Aportantes y Participantes en el caso de INPREMA e INJUPEMP, y a la Junta Directiva en el IHSS, IPM e INPREUNAH.

Entre algunas de las funciones de estos órganos están la aprobación de anteproyectos de reforma a sus leyes, la aprobación de reglamentos, estrategias y objetivos para el desarrollo eficiente de los institutos, la aprobación de la política de inversiones, y en algunos casos, la definición de tasas de interés para el préstamo de los recursos del fondo.

Las leyes de los institutos establecen como parte de sus miembros a representantes de una variedad de sectores, como por ejemplo, educadores, médicos, policías y bomberos. Sin embargo, no establecen requisitos de idoneidad en términos de conocimientos y experiencia para los miembros del órgano de gobierno, quienes deben tomar decisiones para la administración de los recursos de inversión. Esto requiere de un conocimiento muy especializado y si la ley impone nombramientos particulares, es deber del órgano de gobierno garantizarse la asesoría de personal altamente calificado. La regulación debe proponer estos requisitos de idoneidad y exigir planes de capacitación periódica para los miembros de los órganos directores.

Esta conformación de los órganos de dirección constituye un aspecto débil de gobierno, ya que no se vela por que dicho órgano en su conjunto, cuente con los conocimientos necesarios para tomar las decisiones que afectan la gestión de los recursos de los afiliados y pensionados. Esto es importante ya que, a pesar de que los órganos de dirección pueden delegar algunas de sus funciones en su Directorio o Gerencia y en comités técnicos, la responsabilidad en última instancia del órgano de gobierno de cumplir con el objetivo del fondo de pensiones no puede ser delegada.

Cuando por impedimentos legales no se puedan establecer requisitos de idoneidad, y el órgano carezca de experiencia suficiente para tomar decisiones plenamente informadas y cumplir con sus responsabilidades, el regulador debe contar con la potestad de requerir al órgano de dirección buscar el asesoramiento de expertos para llevar a cabo ciertas funciones.

Un aspecto positivo de resaltar es que, con excepción del IHSS, los institutos de previsión social establecen algunos requisitos de conocimientos y experiencia para su Directorio de Especialistas (INPREMA e INJUPEMP) y Gerencia (IPM e INPREUNAH), incluyendo temas de finanzas, actuaría o economía. Este es un control que ayuda a velar por que los funcionarios que asumen dichos cargos cuenten con conocimientos técnicos para hacer frente a las funciones asignadas. Además, se establecen prohibiciones para minimizar el riesgo de conflicto de intereses de dichos funcionarios y la responsabilidad de asegurar el cumplimiento de las leyes aplicables.

Algunas buenas prácticas de gobierno corporativo que se pudieron identificar por medio de la revisión de los documentos de los institutos publicados en su sitio web son:

- El establecimiento de un código de ética en el INPREMA y el IPM para mantener la integridad, honestidad y transparencia de sus actividades a través de las más altas normas de conducta.
- La definición de una política de control interno en el INJUPEMP y el IPM, reconociendo que dicho proceso es indispensable para asegurar razonablemente el logro de los objetivos institucionales y la transparencia, favoreciendo la rendición de cuentas sobre la gestión pública.
- La definición de un código de buenas prácticas para la atención de usuarios en el INJUPEMP y el IPM.
- El establecimiento de un Reglamento para la Junta Directiva en el IPM y políticas de gobierno corporativo sobre las cuales se rinde cuenta por medio de un informe anual.

Si bien la definición de estos códigos, reglamentos y políticas no garantizan por sí mismos su cumplimiento, sí constituyen una buena práctica de parte del órgano de gobierno, ya que demuestra su compromiso con la ética, control interno y servicio al cliente, que sumado a mecanismos de supervisión efectivos, ayudan al control de los riesgos de los fondos administrados.

El Reglamento de Inversiones de la CNBS exige a los institutos la creación de un Comité Ejecutivo de Inversiones. Si bien los institutos han cumplido con esta disposición del reglamento, es importante resaltar que corresponde al órgano de gobierno, la aprobación y comunicación del mandato, la composición y los procedimientos de trabajo del comité, velando por que las responsabilidades y funciones estén claramente definidas.

Según se desprende de las entrevistas y de la revisión de los documentos disponibles en los sitios web de los institutos, existe la necesidad de mejorar las estructuras de los comités de inversiones, fortalecer los conocimientos de sus integrantes y definir procedimientos claros y suficientes, de tal forma que la gestión se realice de una manera prudente para alcanzar los objetivos planteados, con base en criterios técnicos, transparencia y estándares éticos.

El artículo 8 del Reglamento de Inversiones de la CNBS establece que “Las inversiones que realice el Instituto deberán enmarcarse en la Política de Inversiones que apruebe el Directorio. Dicha política deberá incluir, como mínimo, los objetivos de inversión del portafolio administrado, la tasa de interés real deseada por rubro de inversión, criterios de diversificación, proyección de flujos netos de efectivo, así como los procedimientos para la realización de las inversiones, grado de exposición al riesgo y disponibilidades de mercado.” Por otra parte, el reglamento establece como función del Comité de Inversiones la elaboración de la Política de Inversiones para la gestión de los recursos del fondo.

Por medio de las entrevistas se pudo corroborar que el cumplimiento de las normas aplicables y la supervisión de las responsabilidades de la Gerencia y Comités, constituye un aspecto esencial de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

En las leyes y reglamentos de los institutos, con excepción del caso del IHSS, se regula el tipo de información que debe ser suministrada al órgano de gobierno. Es recomendable que se definan mecanismos de comunicación, para que el gerente o administrador, así como los

distintos comités y unidades de apoyo, le brinden información al órgano de gobierno. Se deben incluir los canales de comunicación, la calidad, oportunidad y forma de presentación de la información, ya que, para poder actuar con la debida diligencia, los miembros del órgano de gobierno deben disponer de la información relevante de forma oportuna y precisa, para que puedan tomar las mejores decisiones en beneficio de las partes interesadas.

La reciente intervención del IHSS y el INPRENAUH producto de la gestión deficiente y problemas actuariales de los fondos, demuestra fuertes debilidades en el gobierno y control interno de los institutos. Estas debilidades incluyen la falta de integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros, la ausencia de sistemas de control y de gestión de riesgos adecuados, y la falta de adecuación de estos sistemas a la ley y normativas aplicables.

Para lograr atacar las debilidades de gobierno corporativo detectados en los institutos, es necesario que el supervisor promueva capacitación y comunicación destinada a crear conciencia de la importancia de un fuerte gobierno corporativo para la correcta gestión de los fondos de pensión. Además, es necesario que el supervisor fortalezca su normativa con buenas prácticas y requisitos relacionados con:

- La responsabilidad fiduciaria de parte del órgano de gobierno.
- La política para la gestión de conflictos de interés.
- La aprobación y seguimiento de la planificación estratégica, incluyendo la planificación estratégica de las inversiones.
- La adecuada definición de la estructura organizacional y de funciones de la entidad acorde con sus necesidades.
- El establecimiento de requisitos (conocimientos, habilidades y cualidades morales) para los miembros de los órganos de dirección y comités.
- La aprobación de un marco de gestión de los riesgos (financieros y operativos).
- La verificación del cumplimiento de regulación, políticas, códigos, planificación estratégica.
- Los mecanismos de rendición de cuentas.

4. Riesgos potenciales a los que se enfrentan las inversiones de los fondos de pensiones

El punto 4 de los términos de referencia solicita “evaluar los potenciales riesgos, tanto para el sistema de pensiones como para el sistema financiero y de capitales de Honduras, derivados del actual esquema de inversiones”.

Para cumplir con este mandato, en esta sección se hará una descripción general de los principales riesgos a los que se ven expuestos los fondos de pensiones y se analizará la forma en la que estos riesgos se manifiestan en las inversiones de los fondos de previsión social de Honduras, con sus posibles efectos sobre el sector financiero y de capitales.

Para ello se utilizarán los resultados del trabajo de campo realizado durante la semana del 3 al 7 de agosto de 2015, en la cual se hicieron entrevistas a los representantes de los cinco fondos de previsión social, diferentes áreas de la CNBS, a la Bolsa de Valores, al Banco Central de Honduras y a la Secretaría de Finanzas. Un mayor detalle de las entrevistas realizadas puede encontrarse en el anexo 2 de este reporte.

Los mercados financieros son una fuente de riesgos, especialmente por su carácter volátil y por la presencia de información asimétrica entre los diferentes participantes. En el caso de un fondo de pensiones que tienen la necesidad de participar como inversionista financiero, se pueden detallar los siguientes riesgos principales.

a. Riesgo de inversión

El riesgo de inversión es la categoría más general de los riesgos financieros y es el resultado de fallas en la planificación, administración o control de los riesgos (crédito, cambiario, liquidez, mercado, operativo) en la cartera de inversión de un fondo. Estas fallas pueden resultar en rendimientos netos de largo plazo significativamente menores y por lo tanto en indicadores de solvencia del fondo más bajos.

La forma de controlar el riesgo de inversión es estableciendo políticas de gobierno corporativo y diseñando comités de inversiones con responsabilidades definidas, algunas de ellas fiduciarias para los miembros que lo integren. Además, un procedimiento claro es la obligación de definir a priori una política de inversión que sea consistente con los objetivos del fondo de pensiones y que establezca un presupuesto de riesgo.

Se dice que la frontera eficiente de las inversiones se alcanza cuando se optimiza el binomio riesgo – rentabilidad. Ante la materialización del riesgo de inversión, para un presupuesto de riesgo, o sea, un nivel de riesgo deseado, se obtiene una rentabilidad menor de lo que hubiera sido posible con una mejor planificación, gestión o control de los riesgos.

Un ejemplo clásico de la presencia y materialización del riesgo de inversión es cuando un administrador se preocupa por la optimización del retorno de la cartera en el corto plazo, lo cual puede contraponerse con los objetivos de largo plazo del fondo de pensiones.

Una concentración excesiva en títulos de renta fija a corto plazo es una característica típica de la presencia del riesgo de inversión. La literatura económica es amplia en demostrar que la renta variable genera mayores retornos en el largo plazo que la renta fija.

No obstante, también está demostrado que la volatilidad del retorno en el corto plazo de la renta variable es mayor que el de la renta fija. Esta preocupación puede llevar a un administrador de cartera inexperto a invertir una porción mayor del portafolio en el corto plazo, en detrimento de los objetivos del fondo de pensiones.

b. Riesgo de crédito o de emisor

El riesgo de crédito, también llamado riesgo de emisor en el caso de las inversiones de fondos de pensiones, es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras derivadas del incumplimiento de una obligación contractual por parte de una contraparte, es decir, del incumplimiento de los pagos previamente estipulados para un título de deuda. Dicho de otra forma, es la posibilidad de que el emisor de un instrumento financiero no pueda honrar su deuda cuando se cumplan los términos pactados.

El riesgo de crédito se calcula de acuerdo a modelos matemáticos que calculan la probabilidad de incumplimiento o impago. Esta probabilidad se ve afectada por la capacidad

del emisor para pagar sus deudas, la cual es una función inversa del tamaño de sus pasivos financieros.

En el caso de los gobiernos, el riesgo de crédito soberano depende de qué tan grande es la deuda pública en relación con el tamaño de la economía (PIB) y cuál es la capacidad del gobierno para mantener bajo control las finanzas públicas, ya sea controlando el crecimiento del gasto o mejorando la capacidad para recolectar impuestos.

En general, en los mercados financieros los emisores que transan títulos de forma pública a nivel internacional, incluyendo la deuda soberana, son calificados de acuerdo a metodologías definidas por compañías como Moody's, Standard and Poors y Fitch, para lo cual se definen categorías de riesgo. Por ejemplo, los bonos del Gobierno de Brasil (BBB-), Chile (AA-), Colombia(BBB), México (BBB+), Panamá (BBB), Perú (BBB+) y Uruguay (BBB) cuentan con una calificación soberana de largo plazo catalogada como grado de inversión (superior o igual a BBB-); mientras que Bolivia (CCC), Costa Rica (BB), Ecuador (B), El Salvador (B+), Guatemala (BB), Honduras (B+), Paraguay (BB), República Dominicana (BB-) y Venezuela (B-) tienen un riesgo soberano calificado como especulativo en el largo plazo, según las evaluaciones realizadas por Standard & Poors. Esto significa que este último grupo de países es más riesgoso pues la probabilidad de impago es mayor y en consecuencia el inversionista exigirá un mayor retorno por invertir en bonos de estos gobiernos. El mismo procedimiento ocurre con emisores privados de deuda.

c. Riesgo cambiario

El riesgo cambiario es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras debido al cambio en el valor de una inversión producto de variaciones en los tipos de cambio. El tipo de cambio se puede definir como moneda local por unidad de moneda internacional (por ejemplo, lempiras por dólar) o a la inversa (como dólares o fracción por lempira), por lo que riesgo cambiario ocurre en ambas direcciones, o sea cuando se aprecia el dólar en relación con el lempira o cuando se deprecia.

El riesgo cambiario en un portafolio de inversión de un fondo de pensiones se mide en función de los pasivos del fondo. Por lo general, en los fondos de pensiones de primer pilar o de capitalización colectiva, la totalidad de los pasivos están representados en moneda local. Esto significa que el riesgo cambiario se asume cuando se invierte en moneda extranjera.

En principio, no es necesariamente desventajoso para un fondo de pensiones de primer pilar invertir en moneda extranjera, pues un gestor de cartera puede elegir exponer una porción del portafolio al riesgo cambiario. No obstante, estas decisiones tienen que ser tomadas de acuerdo a una política de inversión estructurada y conocida por los directivos del fondo y sus participantes.

Un motivo para que un gestor de pensiones decida invertir en moneda extranjera es la ausencia de títulos de deuda a tasas de interés variable en el mercado relevante. Como los pasivos de los fondos de pensiones están por lo general indexados a la inflación, el gestor de cartera le interesa poseer bonos a tasa variable para manejar el riesgo de mercado. Como se supone que el tipo de cambio varía con la inflación local, las inversiones en dólares sirven

como una cobertura indirecta de tasas de interés, en lugar de buscar derivados financieros que cumplan esa función, los cuales posiblemente no existen en los mercados locales.

En el caso de países que invierten una porción importante de los fondos de pensiones en el exterior, por lo general, esta inversión va acompañada del desarrollo de coberturas con el fin de controlar el riesgo cambiario.

d. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo derivado de la imposibilidad de vender o comprar un activo con la suficiente rapidez para evitar o minimizar una pérdida. Por un lado, se asocia a la incapacidad de convertir los títulos de inversión en efectivo, en el corto plazo y sin pérdidas relevantes, con el fin de responder a eventuales necesidades de flujo de caja. Por otro lado, se refiere a la incapacidad de adquirir títulos a los plazos deseados por el inversionista, lo que lo obliga a mantener el dinero en efectivo y a adquirir títulos a plazos indeseados, aumentando el riesgo de la cartera de inversiones y obteniendo una rentabilidad menor a la deseada.

En el caso de las carteras de pensiones, el riesgo de liquidez se manifiesta cuando existe un descalce entre los activos y los pasivos del fondo, lo cual puede ocurrir en dos sentidos. Primero, en contextos de fondos de pensiones que requieren liquidez porque los pagos de beneficios son mayores a los ingresos por aportaciones. Segundo, cuando el fondo es superavitario en virtud de que los ingresos por aportaciones son mayores a los pagos de beneficios.

En el primero de estos casos, el riesgo de liquidez consiste en mantener inversiones a largo plazo cuando se requiere liquidez en el corto plazo para pagar beneficios, lo que va a obligar a los administradores a acudir al mercado a vender esas posiciones. En el segundo de los casos, el riesgo de liquidez consiste en tener que acudir con mayor frecuencia al mercado de valores a comprar títulos de corto plazo o mantener el dinero en efectivo, cuando sus obligaciones netas van a ocurrir en el largo plazo.

En otros sectores de la industria financiera, el riesgo de liquidez tiene mayor relevancia que en pensiones, pues el riesgo de liquidez puede evolucionar hacia un riesgo reputacional o pérdida de confianza en una entidad financiera y ocasionar una corrida bancaria o del sector de valores. En el caso de las pensiones de seguridad social, no existen corridas por la característica obligatoria de pertenencia al fondo de pensiones. Es así que el mayor efecto de la materialización del riesgo de liquidez es sobre la rentabilidad del fondo y eventualmente su solvencia actuarial.

e. Riesgo de mercado o de precio

El riesgo de mercado es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras debido a la variación en el precio de un activo como consecuencia de factores que afectan el rendimiento global de los mercados financieros. Este es uno de los riesgos más estudiados e importantes a la hora de administrar una cartera de inversiones.

El precio de un activo financiero de renta fija varía de forma inversa con la tasa de interés de mercado. La tasa de interés cambia de acuerdo con la oferta y demanda de fondos prestables, las cuales se ven condicionadas por las condiciones macroeconómicas del país.

En el caso de activos de renta variable, como acciones o participaciones en fondos mutuos, el precio varía de conformidad con la evolución de las ganancias o rentabilidades de los instrumentos subyacentes, o sea, las utilidades en el caso de las empresas, o los valores o actividades que respaldan los fondos mutuos.

La medición del riesgo de mercado utiliza diversas metodologías como el de Valor en Riesgo (VAR en inglés). No obstante, un requisito indispensable para la medición y el manejo de este riesgo es la valoración a precios de mercado. Como en Honduras lo anterior no es requisito regulatorio, los fondos de pensiones se ven en la imposibilidad de gestionar este riesgo, lo cual como se indicó, es uno de los elementos centrales de una buena administración de un portafolio de inversiones. Por lo anterior en la siguiente sección no se podrá hacer una evaluación de la forma en la que los institutos previsionales manejan este riesgo.

f. Riesgo operativo

El riesgo operativo u operacional es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras originadas por fallas o deficiencias relacionadas con los procesos, personas, tecnologías de información, controles internos o eventos externos. Esta categoría de riesgo es la más reciente en ser reconocida como relevante en los procesos de inversión y ha recibido una gran atención luego de la crisis financiera mundial del 2008.

Para los fondos de pensiones, la gestión del riesgo operativo involucra el diseño de procedimientos de trabajo, la forma en que se estructura el Comité de inversiones y cómo se define la política de inversión. Sin embargo, el riesgo operativo involucra temas más amplios como el fraude y la corrupción, y están presentes a lo largo de la administradora de fondos de pensiones, siempre que existan decisiones personales y procedimientos de trabajo, sean explícitos o no.

Lo anterior implica que el manejo del riesgo operacional es específico a cada institución y solamente los administradores, en el trabajo de día a día, podrán identificar y darle seguimiento a esos riesgos mediante el establecimiento de controles. A pesar de esto, los aspectos más generales de los procesos de inversión de los institutos de previsión social de Honduras, se trataron con mayor profundidad en el apartado previo de análisis del gobierno corporativo.

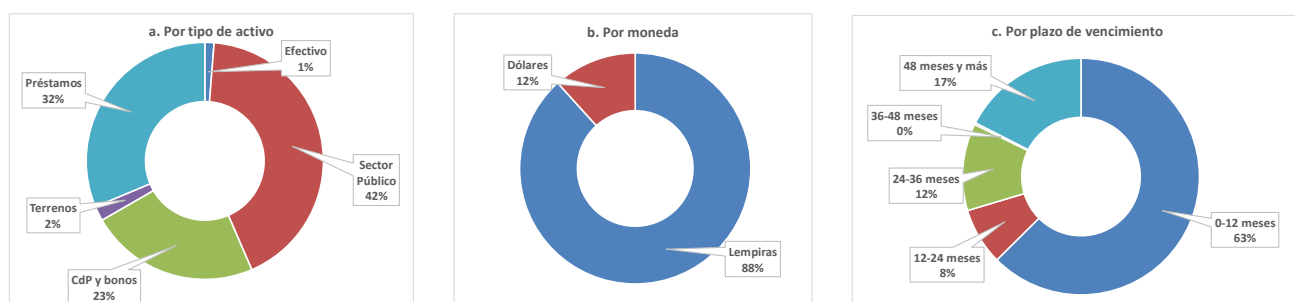
4.1 Inversiones de los institutos de previsión social en Honduras

A continuación se hace un análisis individual de los principales riesgos asociados a las inversiones de los cinco institutos de previsión social hondureños, tomando como base la información recolectada de los estados financieros, que fuera resumida en el cuadro 1, y las entrevistas realizadas a cada instituto.

4.1.1 Instituto Nacional de Previsión del Magisterio (INPREMA)

El INPREMA es el instituto de previsión social más grande del país cuando se mide por activos administrados con una participación del 34 por ciento de todos los activos del sistema. En total administra activos generadores de renta en el orden de 29.151 millones de lempiras o unos 1.332 millones de dólares, según cifras de mayo de 2015.

Gráfico 2: Distribución de la inversiones del INPREMA
(porcentajes a mayo de 2015)



El INPREMA mantiene un 42 por ciento de sus activos en títulos del sector público lo cual no parece una concentración excesiva en estos instrumentos. Mientras tanto, mantiene casi una tercera parte (32 por ciento) de su portafolio de activos en préstamos hipotecarios y personales. En este último caso, sí hay un riesgo de inversión importante que pueda dar orígenes a otros tipos de riesgos como el operativo. En la entrevista realizada al instituto se indicó que la morosidad de la cartera de préstamos ronda el 3 – 3,5%, lo cual parece un poco elevado para una cartera comercial de préstamos de acuerdo a estándares internacionales y está por encima de los niveles de morosidad bancaria, según lo indica la memoria de la CNBS (2014).

En cuanto a inversiones financieras en dólares, el INPREMA destina 12 por ciento de su cartera a títulos valores denominados en dólares pero convertibles en lempiras, lo cual tampoco parece excesivo. A pesar de esto, sí vale la pena revisar la forma en la cual se deciden realizar inversiones en dólares, para conocer si responde a una estrategia de inversión definida y estructurada.

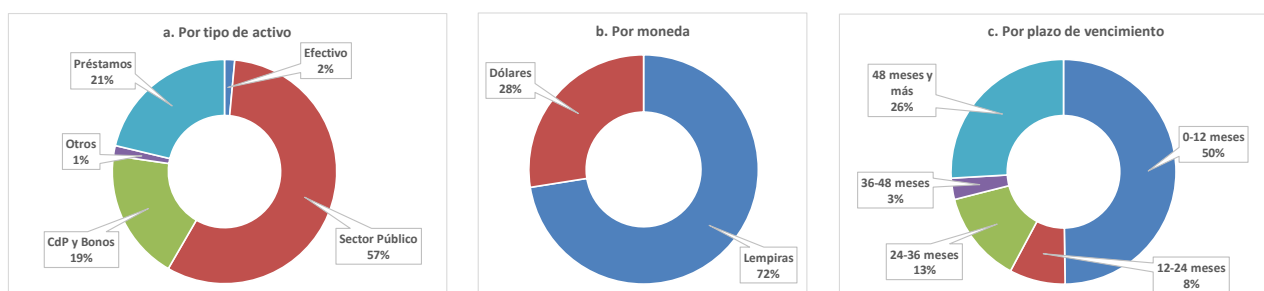
En relación con los plazos, existe un muy elevado riesgo de liquidez pues el 63 por ciento de los instrumentos vencen en los siguientes 12 meses, a pesar de que el INPREMA no tiene necesidades de liquidez en el corto plazo, de acuerdo con los estudios actuariales más recientes, según las entrevistas realizadas.

4.1.2 Instituto Nacional de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo (INJUPEMP)

El segundo instituto en importancia por activo administrado es el INJUPEMP, a cargo de la gestión de 25.397 millones de inversiones financieras y no financieras generadoras de rentas. Esta cifra equivale a 1.160 millones de dólares y representa el 30 por ciento de todos los recursos administrados por el sistema de institutos de previsión social del país, según cifras a junio de 2015.

Del monto administrado, se mantiene una concentración de 57 por ciento en instrumentos del sector público, con lo que se constituye en el instituto que mantiene la mayor proporción de sus activos en títulos del Estado y genera un riesgo de concentración moderado de acuerdo con comparaciones internacionales.

Gráfico 3: Distribución de la inversiones del INJUPEMP
(porcentajes a junio de 2015)



El segundo grupo de inversiones del INJUPEMP son los préstamos personales e hipotecarios con 21 por ciento de participación. De acuerdo con las entrevistas realizadas y el boletín mensual, esta cartera mantiene un riesgo relativamente bajo en el caso de préstamos personales (1,24 por ciento) al ser las cuotas de deducción de planillas. En el caso de la cartera hipotecaria, la morosidad es un poco más elevada (2,24 por ciento), pero siempre inferior al promedio observado en la banca local.

Cuando se consideran solo las inversiones financieras, el 28 por ciento de la cartera está denominada en dólares convertibles a lempiras. Como se explicó en la sección previa, esto implica un riesgo cambiario moderado, pues todas los pasivos del instituto, presentes y futuros, son en lempiras. No se encontró documentación de las razones que llevaron al instituto a mantener esta alta exposición al valor del dólar, más allá de una especulación cambiaria contra la moneda local.

Existe una alta concentración de las inversiones financieras en el muy corto plazo, pues el 50 por ciento de ellas vencen en los siguientes doce meses. Entre todos los institutos, INJUPEMP presenta el menor promedio de vencimiento de la cartera con 1,51 años, lo cual representa un costo de oportunidad importante en términos de menos rentabilidad.

Se revisaron los estados financieros y en ellos se muestra que el instituto está llegando a una etapa en la cual los pagos por pensiones son superiores a los ingresos por aportaciones, lo que genera un faltante. Como consecuencia, la institución depende de la generación de intereses de la reserva de inversiones para cubrir este faltante. A pesar de esto, no se prevé que el instituto tenga necesidades de liquidez en la siguiente década, por lo que no se justifica una concentración tan alta a menos de 12 meses. Además, INJUPEMP (2015) menciona en su boletín que el ingreso por intereses ha resultado afectado por las caídas en las tasas de interés

de los títulos del Estado, lo cual pone en evidencia la alta concentración en instrumentos públicos y en el corto plazo.

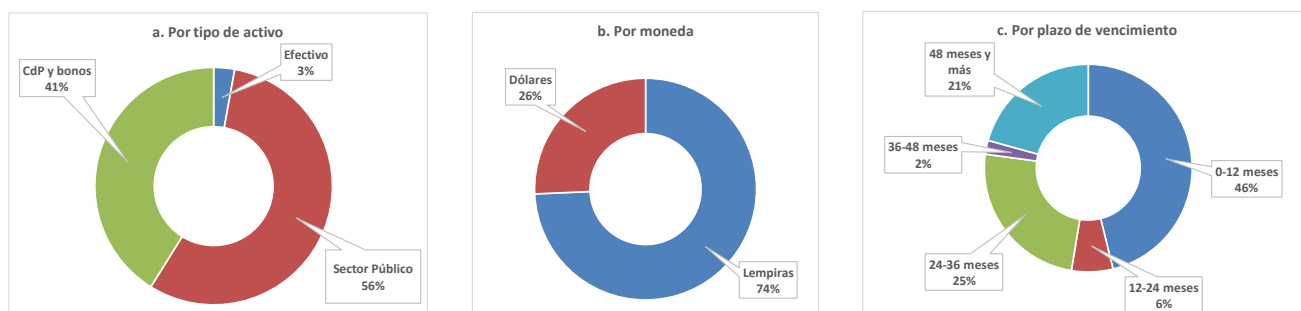
4.1.3 Instituto Hondureño de Seguridad Social (IHSS)

El IHSS, tercer instituto en importancia según los activos generadores de renta administrados, gestiona 15.497 millones de lempiras o el equivalente a 707 millones de dólares, de acuerdo con la información financiera a junio de 2015. Estos activos representan el 18 por ciento del sistema de institutos de previsión social de Honduras.

El IHSS se encuentra bajo un proceso de intervención y como consecuencia la política de inversiones está sujeta a revisiones y cambios. La estructura de las inversiones es la más simple de todos los institutos de previsión social del país, pues no realiza operaciones de crédito personal o hipotecario.

El 56 por ciento de las inversiones se encuentran en el sector público y el 41 por ciento en el sector privado. El restante 3 por ciento corresponde a efectivo, lo cual parece un monto ligeramente elevado para las necesidades de efectivo del IHSS.

Gráfico 4: Distribución de la inversiones del IHSS
(porcentajes a junio de 2015)



La cartera tiene una concentración moderada en moneda extranjera. Como en el caso de INJUPEMP, esta concentración es inadecuada y expone el portafolio a un riesgo cambiario innecesario pues las obligaciones del IHSS son todas en lempiras. Esta estrategia le ha costado al IHSS pérdidas de rentabilidad potencial en el pasado pues se ha apostado a una devaluación inesperada que no se ha materializado.

El IHSS mantiene poco menos de la mitad (46 por ciento) de su portafolio en el muy corto plazo. Al igual que en los casos precedentes, esta concentración es elevada e innecesaria, pues no solo el fondo de pensiones es superavitario en las próximas décadas (las cotizaciones son bastante superiores a los pagos de pensiones), sino que también, con la aprobación de la Ley Marco del Sistema de Protección Social y otras reformas que vienen en camino, la contribución y cobertura del IHSS va a mejorar de manera sustancial.

A pesar de lo dicho, la otra mitad de las inversiones (48 por ciento) se encuentran en instrumentos que vencen a más de dos años. Esto ubica al IHSS como el instituto de previsión social con el portafolio de inversiones con vencimiento más largo de todo el sistema, pues en

promedio las inversiones están colocadas a 3,3 años. Esta cifra es más acorde con un fondo de pensiones, aunque se puede mejorar aún más el plazo del portafolio y su rentabilidad al asumir mayores primas de iliquidez.

4.1.4 Instituto de Previsión Militar (IPM)

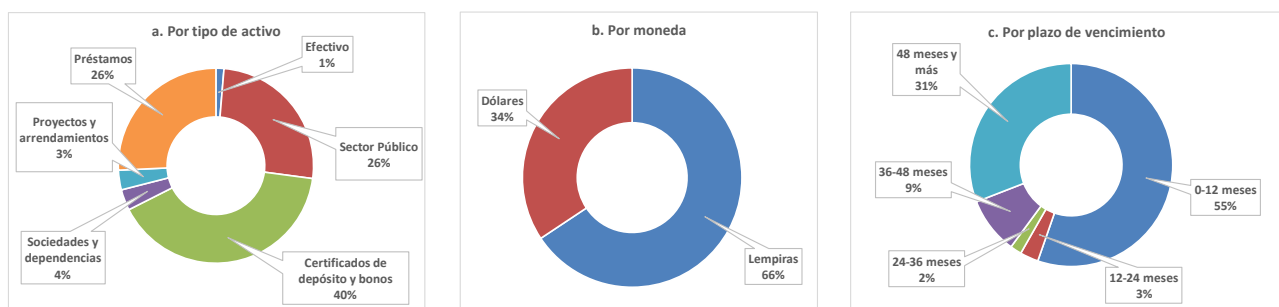
El IPM es el cuarto instituto de previsión social en orden de importancia de acuerdo con los activos financieros y no financieros administrados. Según las cifras disponibles a junio de 2015, en total administra 13.263 millones de lempiras en activos generadores de rentas, lo que equivale a 606 millones de dólares o al 16 por ciento de los activos del sistema de pensiones de previsión social de Honduras.

El IPM presenta la cartera más diversificada de los fondos de pensiones. Además, de conformidad con las entrevistas realizadas, es el instituto que tiene la mejor estructuración del proceso de inversiones, con una política de inversión definido de acuerdo a un plan quinquenal de inversiones, que considera la programación de flujos, la rentabilidad neta y la política crediticia.

Esto obedece a que desde hace unos años, el IPM cuenta con una asesoría del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) en materia de inversiones. Parte de esta consultoría ha sido para desarrollar controles y esto ha ayudado a emitir normas de control interno como una normativa propia de gobierno corporativo.

El IPM también ha incursionado en algunas actividades productivas mediante la compra de acciones de empresas hidroeléctricas, de construcción, de cemento y de venta de armas, entre otras, además de proyectos inmobiliarios y de arrendamiento. En estas actividades se destina un 7 por ciento del portafolio.

Gráfico 5: Distribución de la inversiones del IPM
(porcentajes a junio de 2015)



El portafolio de inversiones está relativamente balanceado para los instrumentos de inversión que se proveen dentro de Honduras. Un 26 por ciento de portafolio se dedica a inversiones de títulos del sector público y otro tanto igual al otorgamiento de préstamos personales e hipotecarios, los cuales tienen una meta de morosidad del uno por ciento de la cartera, aunque en la realidad es de 1,4%, según se desprende de las entrevistas realizadas. El remanente 40 por ciento se invierte en bonos y certificados de depósito a plazo de bancos privados, lo cual implica un riesgo de inversión mediano.

La exposición cambiaria del fondo es moderada, pues 34 por ciento de las inversiones financieras están denominadas en dólares. Como es la tónica en los institutos de previsión social del país, esta concentración resulta inadecuada pues resulta de una especulación sobre el valor futuro de la moneda que no es concorde con los pasivos del fondo de pensiones, los cuales están definidos en lempiras.

En cuanto a plazos, el fondo del IPM está incurriendo en un riesgo de liquidez costoso pues el 55 por ciento del portafolio vence en menos de doce meses. A pesar de esto, un 31 por ciento del portafolio está invertido a más de cuatro años y esta combinación produce que el periodo de vencimiento promedio de la cartera sea 2,5 años. Esta cifra es baja para un fondo de pensiones, pero es reflejo de la estructura del mercado de valores de Honduras.

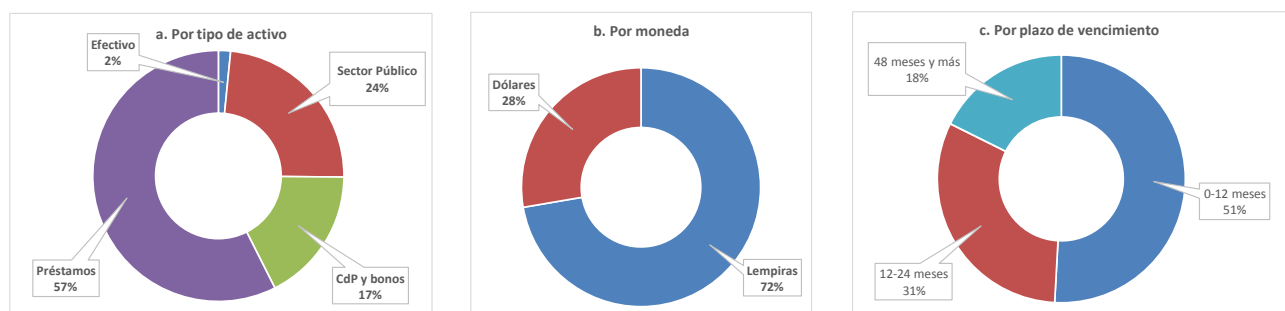
El IPM no presenta necesidades de liquidez en las próximas décadas. Por tanto, debería aprovechar la prima de liquidez de inversión a plazos mayores con el fin de aumentar la rentabilidad de la cartera.

4.1.5 Instituto de Previsión Social de los Empleados de la UNAH (INPREUNAH)

El INPREUNAH es el instituto de previsión social más pequeño del país y administra en activos generadores de rentas un monto de 2.131 millones de lempiras, o sea, un 3 por ciento de los activos del sistema de pensiones público del país. Este monto equivale a 97 millones de dólares.

Este instituto ha sido intervenido recientemente, en abril de 2015, ante los malos manejos y los problemas actuariales del fondo, por lo que la junta interventora no ha tenido el tiempo adecuado para poner todos los procesos en orden. Según se dijo en la entrevista realizada, el último estudio actuarial indica que de no tomarse medidas la reserva del fondo se agotaría en el año 2024.

Gráfico 6: Distribución de la inversiones del INPREUNAH
(porcentajes a junio de 2015)



La cartera de inversiones es muy básica y se invierte solo en tres activos: préstamos (57 por ciento), títulos del sector público (24 por ciento) y certificados de depósitos y bonos del sector privado (17 por ciento). Como puede verse, el riesgo de crédito es muy alto dada la elevada concentración de la cartera de inversiones en préstamos personales e hipotecarios. De acuerdo con las entrevistas realizadas, en el pasado esta cartera ha estado plagada de malas prácticas, con una morosidad fuera de control, garantías insuficientes y falta de gestión de

cobro, entre otras prácticas indeseables. Esta es una de las áreas que la comisión interventora ha puesto como prioritarias para su atención.

La cartera de inversión también exhibe una proporción moderada de exposición cambiaria pues el 28 por ciento de las inversiones financieras están denominadas en dólares. Al igual que en el resto de los institutos, esta concentración resulta innecesaria pues las obligaciones son todas en lempiras y este proceder ha tenido un costo de oportunidad en términos de rentabilidades.

Los plazos de vencimiento de la cartera se gestionan muy poco. El 82 por ciento de la cartera de inversiones financieras vencen en 2 años o menos. Esto refleja un proceso de inversión que no toma en cuenta que el fondo no va a presentar problemas liquidez sino hasta dentro de algunos años. De esta forma, se podría aumentar la rentabilidad invirtiendo a plazos mayores, sin sacrificar las necesidades de liquidez del fondo.

5. Normas internacionales y marco normativo hondureño

El quinto punto de los términos de referencia de la consultoría pide “Comparar el marco normativo actual de Honduras con respecto a normas de otros países de la región y estándares internacionales (OECD)”. En general, los marcos normativos de la mayoría de los países de América Latina siguen los principios y buenas prácticas para los fondos de pensiones definidos por la OECD.

5.1 Buenas prácticas de la OECD para el manejo de fondos de pensión

El objetivo de las inversiones de los fondos de pensiones es generar el mejor retorno posible consistente con los pasivos y las necesidades de liquidez del plan, de acuerdo con la tolerancia al riesgo de las partes afectadas. La OECD (2006) ha definido 5 guías o buenas prácticas para el manejo de los activos de fondos de pensiones, los cuales se describen más abajo, junto con el análisis sobre el grado en el que el marco normativo actual de Honduras cumple con cada una de esas prácticas.

Estos principios son muy generales y la idea es que puedan amoldarse en el mayor grado posible a las legislaciones o regulaciones que ordenan las inversiones en el sector pensiones. La idea de esta normativa es contar con un estándar mínimo de seguridad para que los fondos de pensiones puedan cumplir con su mandato de creación.

5.1.1 Ingreso para el retiro meta y principios prudenciales

La guía indica que la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones debe basarse en una tasa de reemplazo meta y asegurar que el manejo de las inversiones se dé en función de principios prudenciales de seguridad, rentabilidad y liquidez. Para ello, se deben utilizar conceptos de manejo de riesgos como la diversificación y el calce de activos y pasivos.

A pesar de que el principio es muy general, a lo largo del documento se han venido describiendo situaciones del sector de pensiones que no cumplen con este principio. Por ejemplo, no existe una cultura de manejo de riesgos en la industria de pensiones de honduras, pues hay concentraciones innecesarias en el corto plazo y en la cartera crediticia, una

exposición cambiaria inadecuada y una proporción alta de inversiones en certificados de depósito a plazo.

En efecto, el Reglamento de inversiones vigente indica en diferentes partes que las inversiones de los institutos de previsión social deben realizarse “bajo las mejores condiciones de seguridad, rendimiento y liquidez” y garantizando que “en ningún momento tales inversiones sirvan para satisfacer obligaciones del Gobierno del Estado”. Sin embargo, de partida esto no se cumple cuando los institutos reciben como forma de pago de las cuotas patronales del Estado bonos de la Secretaría de Finanzas en condiciones desventajosas para el manejo de la liquidez y rendimiento de los fondos de pensiones.

El artículo 5 del Reglamento de inversiones indica que los recursos del fondo deben invertirse en una cartera diversificada, pero no define las pautas para ello. En la realidad, las carteras de inversión de los institutos previsionales no tienen una diversificación adecuada y por tanto se exponen a riesgos de concentración importantes.

Es común encontrar en regulaciones de países como Chile, Colombia, México y Perú, normas específicas para la diversificación de las carteras, algunos por medio de límites máximos por emisor, emisión, moneda y sector, otros mediante la definición de carteras óptimas de inversión y benchmarks, como es el caso de Colombia. En Honduras se trató de hacer con límites, pero estos resultaron demasiado holgados.

5.1.2 El estándar de la persona prudente

El estándar de la persona prudente establece que las inversiones deben realizarse con el cuidado, el conocimiento experto, la prudencia y la debida diligencia. Si se carecen de estas características, se debe buscar asistencia externa de un experto.

En este sentido, el órgano de gobierno debe tener una labor fiduciaria sobre el fondo de pensiones y actuar en el mejor interés de los miembros y beneficiarios. Además, se deben establecer procesos rigurosos en la conducción de las actividades de inversión, como controles internos, procedimientos de implementación y monitoreo.

El estándar de la persona prudente es uno de los pilares fundamentales que establecen las regulaciones de inversión de los fondos de pensiones alrededor del mundo. El principio es tan universal y general que de forma permanente los reguladores buscan la forma de fortalecer el gobierno corporativo de los fondos de pensiones.

En todos los países de Latinoamérica con sistemas de capitalización individual, la regulación obliga a la creación de comités de riesgos y de inversiones, además de establecer la composición de los mismos y los requisitos de idoneidad. Algunos países también establecen requisitos para los integrantes de los cuerpos directivos de los fondos de pensiones y exigen un plan de capacitación permanente para ellos.

El Reglamento de inversiones en Honduras crea el comité de inversiones en el capítulo III. Sin embargo, su integración no está definida en términos de grado de experiencia o criterio experto sino de puestos específicos dentro de la organización: el Gerente General, el Gerente Financiero, el Gerente de Planificación, un titular de la Unidad de Riesgos y un titular de la asesoría actuarial. Esta composición no asegura que las personas que toman las decisiones de inversión tengan las competencias técnicas adecuadas. Además, no existe la figura de miembros externos lo cual también es frecuente encontrar en regulaciones de países como Chile, Colombia, Costa Rica, México y Colombia.

5.1.3 Política de inversión

La guía de buenas prácticas indica que debe haber una política de inversión escrita que sea seguida consistentemente. Esta política debe establecer objetivos de inversión claros que sean consistentes con la tasa de reemplazo meta del fondo, con sus pasivos y con el grado aceptable de riesgo del fondo, del patrocinador y de los beneficiarios.

El estándar de la persona prudente debe tomar en cuenta una diversificación adecuada, un manejo del riesgo, la madurez de las obligaciones, las necesidades de liquidez y las limitaciones legales del portafolio de inversión.

La política de inversión debe incluir como mínimo: la estrategia de distribución de los activos (corto-largo plazo, categorías de inversión), el desempeño objetivo, los medios de monitoreo, acciones ante cambios en el mercado, procesos de selección de activos y ejecución de compra-venta de activos.

Todos los reglamentos de inversión de órganos reguladores de los fondos de pensiones en América Latina exigen una política de inversión. Honduras no es la excepción pues en el artículo 6 de su Reglamento de inversiones se define la forma en la que debe estructurarse la política de inversiones. Además, el Reglamento realiza una definición correcta de lo que debe ser una política de inversión, establece que el Comité de inversiones debe proponer la política y el directorio aprobarla, como es correcto desde el punto de vista técnico.

El problema lo encontramos en la práctica, pues como se explicó en el apartado 3 de gobierno corporativo, la mayoría de los institutos no están cumpliendo con el reglamento en este aspecto. Más parece, entonces, que existe un problema de seguimiento a la supervisión en lugar de regulación.

5.1.4 Límites de inversión

La guía dice que la regulación puede incluir límites máximos por categoría de inversión en tanto sean consistentes con y promuevan los principios prudenciales de seguridad, rentabilidad y liquidez. También pueden incluirse una lista admitida de activos recomendados o sujetos de aprobación por parte del regulador.

No se deben prescribir límites mínimos de inversión para cualquier categoría de inversión, excepto con carácter temporal y por razones prudenciales. Además, se deben evitar los límites de inversión que inhiben una adecuada diversificación o un manejo de la razón activos-pasivos. Se deben prohibir o limitar las inversiones de grupos relacionados y no se deben prohibir las inversiones en el exterior.

Como puede observarse en el cuadro 7, la experiencia internacional es variada en cuanto a la forma es que los países deciden regular y fijar los límites de inversión para sus fondos de pensiones. En mucho, la forma depende de la característica de sus mercados financieros, del contexto político, de la evolución demográfica (como es el caso de los países con multifondos), del tamaño del mercado y del grado de cumplimiento de los principios de

diversificación y de la persona prudente. Por ejemplo, en contra de lo establecido en la guía, en República Dominicana se prohíben las inversiones en el exterior.

Cuadro 7
Límites de inversión por tipo de activo en América Latina vigentes en 2015

	Títulos públicos	Instituciones financieras	Acciones	Bonos corporativos	Fondos de inversión	Valores extranjeros
Chile	40-80 %	100%	5-80%	3-30%	0-40%	35%-100%
Colombia	50%	30%	15%-45%	60%	5%	40%-70%
Costa Rica	64%	15%	10%	70%	10%	50%
El Salvador	50%	40%	5%	30%	20%	10%
México	100%	100%	5-40%	5%	20%	20%
Perú	40%	100%	10%-80%	5%-10%	8%	42%
Rep. Dominic.	50%	75%	30%	70%	5%	0%
Uruguay	75%-90%	30%	0-50%	0-50%	0%	15%-20%

Fuente: FIAP

En Honduras, el Reglamento de inversiones, en su artículo 16, establece límites de concentración. Sin embargo, estos límites son excesivos en algunos casos y en otros inefectivos. Por ejemplo, permite que se mantenga el 100 por ciento del portafolio en valores de corto plazo del Banco Central de Honduras o Gobierno Central. Pero establece que en el mediano y largo plazo el tope de concentración sea del 65 por ciento de los recursos del fondo. Esto es contrario a los criterios de diversificación e inhiben una adecuada diversificación del portafolio.

Lo mismo sucede con los bonos y depósitos emitidos por el sector financiero, cuyo límite es 45 por ciento de los recursos del fondo y los préstamos a afiliados que pueden llegar a representar hasta el 65 por ciento del fondo, si la mora no supera el 5 por ciento de la cartera.

El Reglamento de inversiones en Honduras exige un dictamen de no objeción por parte de la CNBS para cierto tipo de instrumentos financieros como los fondos de inversión para infraestructura, las acciones de empresas privadas y las inversiones en instituciones financieras. Este procedimiento ha resultado ser lento y, de nuevo, inhibe la diversificación del portafolio y el desarrollo del mercado financiero.

Ciertamente, países como Chile pre autorizan las inversiones para los fondos de pensiones, pero este proceso no se hace por mandato de los fondos de pensiones, sino como un procedimiento de verificación de que una emisión en particular cumple con los requerimiento regulatorios. En este aspecto, hay otros países que evitan este proceso pues la responsabilidad de la inversión debe recaer sobre el gestor del portafolio y no sobre el regulador, quien se argumenta podría acarrear responsabilidad por una inversión fallida.

Además, las ventanas de oportunidades en los mercados financieros son muy reducidas. Por lo que esperar a una no objeción del regulador atenta contra el objetivo de rentabilidad de un portafolio.

Finalmente, el Reglamento de inversiones hace casi prohibitivo que los institutos de previsión social inviertan en mercados internacionales. Primero, exige la pre autorización de la CNBS, lo que impide hacer una gestión activa de cartera. Segundo, establece un límite tan bajo (5 por ciento) que, para el volumen de los fondos de pensiones, difícilmente se hará atractivo para bancos de inversión internacional, guiar los procesos de apertura de las inversiones en el exterior.

5.1.5 Valoración de activos

El quinto principio de buenas prácticas para la inversión de los activos de los fondos de pensiones indica que debe establecerse una metodología apropiada y transparente para la valoración de activos. La metodología debe ser informada al órgano de gobierno, a todos los involucrados en el proceso de inversión, a los miembros y a los beneficiarios

Aun cuando las leyes no requieran de valoración a mercado o valor justo, es recomendable mostrar los resultados que se hubieran obtenido bajo dicha metodología. Se pueden requerir metodologías especiales para valorar activos poco líquidos como los inmobiliarios o infraestructura. Aunque, deben incorporar el riesgo inherente y las primas por liquidez.

La discusión sobre la valoración de los portafolios de los fondos de pensión a precios de mercado es un tema superado en la mayor parte de los países del mundo. Todos los países de América Latina con sistemas de capitalización individual exigen en sus regulaciones la valoración a precios de mercado y son realmente excepcionales los casos en los que no se da, como ocurre con algunos activos muy poco líquidos en lugares como Perú.

La no valoración lleva a una serie de inconveniencias que afectan la rentabilidad de los fondos de pensiones, no permite el manejo adecuado de riesgos y promueve prácticas poco transparentes en el proceso de manejo de una cartera de inversiones.

En Honduras no se exige la valoración a precios de mercado. Esta es una de las principales oportunidades de mejora de la regulación del mercado de pensiones. Además, esto se ha constituido en un freno al desarrollo del mercado secundario y le ha pasado la factura a las rentabilidades de los fondos de pensiones.

5.2 Comparación de marco normativo de Honduras con respecto a estándares internacionales en materia de gobierno corporativo

Diferentes organismos internacionales han emitido principios para mejorar el gobierno corporativo de las organizaciones. El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, emitió los Principios de Gobierno Corporativo para bancos, cuya última versión fue publicada en julio del 2015. Como su nombre lo indica, estos principios se centran en el gobierno corporativo de entidades bancarias.

La OECD, por su parte, emitió los Principios de gobierno corporativo, los cuales se encuentran actualmente en revisión. Según establece la OECD, estos principios centran su atención sobre las sociedades con cotización oficial, tanto financieras como no financieras. No obstante, y en la medida en que resultasen aplicables, podrían constituir también un instrumento muy útil para mejorar el gobierno corporativo en sociedades sin cotización oficial, tales como las empresas de propiedad privada y las empresas propiedad del Estado.

Más en específico, la OECD emitió las guías para la gobernanza de los fondos de pensión. A pesar de que existen similitudes entre la gestión de entidades financieras y la gestión de los fondos de pensiones, también existen diferencias significativas entre ellas. Por esta razón, el marco normativo de Honduras emitido por la CNBS, será analizado según las guías para la gobernanza de los fondos de pensión de la OECD, las cuales se describen a continuación.

5.2.1 Guías para la gobernanza de los fondos de pensión ¹¹

5.2.1.1 Estructura de gobierno

5.2.1.1.1 Identificación de responsabilidades

- Debe existir una clara identificación y separación de las responsabilidades operativas y de control en la gestión de un fondo de pensiones.
- La forma jurídica de las entidades administradoras de los fondos de pensión, su estructura de gobierno interno y sus principales objetivos, deben indicarse claramente en los estatutos de la entidad, leyes, contrato o instrumento de fideicomiso, o en los documentos asociados con cualquiera de estos.
- Algunas de las funciones operativas que deben ser identificadas y debidamente asignadas incluyen la recaudación de las contribuciones, mantenimiento de registros, análisis actuarial, la política de financiamiento y contribución, la gestión de activos y pasivos (o conceptos equivalentes en planes de contribución definida), estrategias de inversión, ejecución de las inversiones, divulgación a los miembros y beneficiarios del plan, cumplimiento normativo y, cuando corresponda, educación financiera. Estas responsabilidades y su asignación deben indicarse claramente en los documentos de la entidad.
- La buena gobernabilidad de los fondos de pensión debe ser "basada en riesgo", por lo que la división de responsabilidades debe reflejar la naturaleza y el alcance de los riesgos planteados por el fondo.

5.2.1.1.2 Órgano de gobierno

- Cada fondo de pensiones debe tener un órgano de gobierno al cual se otorga el poder de administrar el fondo de pensiones, y que es en última instancia, responsable de asegurar la adherencia a los términos del acuerdo o contrato y de la protección de los intereses de los miembros del plan y de los beneficiarios.

¹¹ OECD Guidelines for Pension Fund Governance

-
- Las responsabilidades del órgano de dirección deben ser consistentes con el objetivo primordial de un fondo de pensiones que es servir como una fuente de recursos segura para los beneficios de retiro.
 - El órgano de gobierno es el responsable en última instancia de asegurar que el fondo de pensiones cumple con su objetivo, incluso cuando se delegan ciertas funciones al personal interno o a proveedores de servicios externos.
 - El órgano de gobierno debe conservar la responsabilidad de vigilancia y supervisión de tales proveedores preferiblemente a través de acuerdos de nivel de servicio.
 - Funciones esenciales, como la formulación de la política de inversiones y el control de los riesgos, son responsabilidad del órgano de gobierno quien puede asesorarse de comités o asesores externos.
 - Los gastos de administración del fondo de pensiones deben ser manejados de manera eficiente por el órgano de gobierno.

5.2.1.1.3 Rendición de cuentas

- El órgano de gobierno debe rendir cuentas a los miembros del plan de pensiones y beneficiarios, su consejo de supervisión (cuando corresponda), a la autoridad de supervisión y otras autoridades competentes.
- Con el fin de garantizar la rendición de cuentas del órgano de gobierno, debe ser legalmente responsable por sus acciones que no sean consistentes con las obligaciones impuestas, entre ellos la prudencia.
- Dicha responsabilidad puede incluir en algunos casos la responsabilidad financiera personal con el fin de fortalecer la capacidad del fondo de pensiones para recuperar las pérdidas en caso de mala gestión.
- La rendición de cuentas además requiere:
 - Reuniones regulares del órgano de gobierno
 - Divulgación del poder de decisión en el órgano de gobierno (mecanismos de votación)
 - Divulgación adecuada de las decisiones tomadas a los miembros y beneficiarios del plan
 - Presentación de la información sobre el funcionamiento del fondo de pensiones a las autoridades de supervisión
 - Mecanismos de selección transparentes para los miembros del órgano de gobierno
 - Procesos de planificación de sucesión apropiada.

5.2.1.1.4 Idoneidad

- La membresía en el órgano de gobierno debe ser objeto de normas de idoneidad mínima (o no idoneidad) con el fin de garantizar un alto nivel de integridad, competencia, experiencia y profesionalidad en la gestión del fondo de pensiones.
- El órgano de gobierno debe tener en su conjunto las habilidades y conocimientos necesarios para supervisar todas las funciones realizadas por un fondo de

pensiones, y para controlar a los delegados y asesores en quienes se han delegado dichas funciones.

- El órgano de dirección debe revisar sus conocimientos colectivos y buscar mejorarlos cuando sea necesario, a través de una formación adecuada. Se recomienda el establecimiento de un plan de capacitación periódico.
- Cualquier criterio que puede descalificar a una persona para su nombramiento en el órgano de gobierno, debe ser claramente establecido en la regulación.

5.2.1.1.5 Delegación y asesoramiento de expertos

- Cuando sea apropiado, el órgano de gobierno debe contar con el apoyo de subcomités y delegar funciones al personal interno de la entidad de pensiones o a proveedores de servicios externos.
- El órgano de gobierno debe tener el poder y la capacidad de nombrar y eliminar a dichos asesores.
- El órgano de gobierno debe evaluar el asesoramiento recibido, incluyendo su calidad e independencia.
- El órgano de gobierno debe verificar que todo su equipo de profesionales y proveedores de servicios externos tienen calificaciones y experiencia adecuadas para llevar a cabo las funciones de acuerdo a los objetivos.
- Cuando carezca de experiencia suficiente para tomar decisiones plenamente informadas y cumplir con sus responsabilidades, el regulador puede requerir al órgano de dirección buscar el asesoramiento de expertos o designar a profesionales para llevar a cabo ciertas funciones.

5.2.1.1.6 Auditor

- Un auditor, independiente de la entidad de pensiones, del órgano de gobierno, y del patrocinador del plan, debe ser designado por el órgano o autoridad competente para llevar a cabo una auditoría periódica de los estados financieros del fondo de pensión y de los controles relacionados con la gestión del riesgo y conflictos de intereses.
- En función del marco de supervisión general, el auditor debe presentar puntualmente un informe al órgano de dirección.
- Cuando durante el ejercicio de sus funciones el auditor conozca de hechos que pueden tener un efecto negativo significativo en la situación financiera, o en la organización administrativa y contable del fondo de pensiones y el órgano de gobierno no tome medidas correctoras adecuadas, el auditor debe presentar un informe a las autoridades competentes y otras personas apropiadas.

5.2.1.1.7 Actuario

- El órgano o autoridad competente debe designar a un actuario para todos los planes de beneficio definido financiados a través de fondos de pensiones.

-
- En los casos en que las funciones del actuario sean delegadas a un proveedor de servicios externos, el posible conflicto de intereses debe ser apropiadamente gestionado.
 - Cuando el actuario determine, en el desempeño de sus deberes profesionales o legales, que el fondo no cumple o sea probable que no cumpla con los requisitos legales correspondientes y en función del marco general de supervisión, debe informar al órgano de gobierno.
 - Si el órgano de gobierno no toma acciones correctivas apropiadas, el actuario debe informar a la autoridad supervisora y otras personas apropiadas sin demora.

5.2.1.1.8 Custodio

- La custodia de los activos de los fondos de pensiones puede ser realizada por la entidad de pensiones, la entidad financiera que gestiona el fondo de pensiones, o por un custodio independiente.
- Si un custodio independiente es designado por el órgano de gobierno para mantener los activos de los fondos de pensiones y garantizar su custodia, los activos de los fondos de pensiones deben ser legalmente separados de los del custodio.
- El custodio no debe poder eximirse de su responsabilidad trasladando a un tercero la totalidad o parte de los activos en su custodia.

5.2.1.2 Mecanismos de gobierno

5.2.1.2.1 Controles internos basados en riesgo

- Deben implementarse controles internos adecuados para garantizar que todas las personas y entidades con responsabilidades operativas y de supervisión actúan de acuerdo con los objetivos establecidos en las leyes, reglamentos, contrato o instrumento de fideicomiso.
- Los controles deben cubrir todos los procedimientos organizacionales y administrativos esenciales.
- Dependiendo de la magnitud y complejidad del plan de pensiones, los controles deben incluir la evaluación del desempeño del personal interno y proveedores de servicios externos, mecanismos de compensación, sistemas de información y procesos, procedimientos de gestión de riesgos y cumplimiento.
- El órgano de gobierno debe desarrollar un código de conducta y una política de conflictos de interés para ellos y el personal de la entidad de pensiones, así como para cualquier contraparte con responsabilidades operativas.
- Situaciones de conflictos de intereses deben ser identificadas y tratadas de una manera adecuada. Los conflictos deben ser revelados y registrados en el acta de la junta directiva.
- Deben implementarse mecanismos de revisión internos para verificar el cumplimiento del código de conducta y sancionar los incumplimientos.

-
- El órgano de gobierno debe implementar controles adecuados para promover la independencia y la imparcialidad de las decisiones adoptadas por el órgano de gobierno, para garantizar la confidencialidad de la información sensible relacionada con el fondo y para prevenir el uso indebido de información privilegiada o confidencial.
 - Debe establecerse un sistema adecuado de medición y gestión de riesgos y una auditoría interna eficaz. El sistema de gestión de riesgos debe cubrir los principales riesgos a los que un fondo de pensiones está expuesto.
 - Las prácticas de gestión de riesgos prudentes también deben considerar factores de riesgo como los cambios ambientales, políticos y normativos,
 - El órgano de dirección debe establecer mecanismos para evaluar el cumplimiento de la ley. Un oficial de cumplimiento puede ser asignado para llevar a cabo esta actividad de manera regular.

5.2.1.2.2 Informes

- Deben implementarse procesos para garantizar que los miembros del órgano de gobierno reciben información adecuada, oportuna, precisa, completa, coherente y fácilmente comprensible, para que puedan desempeñar sus funciones con eficacia, de acuerdo con el código de conducta, y garantizar que las responsabilidades delegadas se cumplen.
- El órgano de gobierno debe garantizar que los actuarios, administradores de activos, asesores, custodios y otros proveedores de servicios profesionales reciben información relevante, precisa y oportuna con el fin de asegurarse de que lleven a cabo sus funciones.

5.2.1.2.3 Divulgación

- El órgano de gobierno debe revelar la información pertinente a todas las partes involucradas (en particular a los miembros de los planes de pensiones y beneficiarios, patrocinadores del plan, autoridades de supervisión, auditores) de una manera clara, precisa y oportuna.
- Se deben definir mecanismos adecuados de divulgación (por ejemplo, sitios web e información escrita).

5.2.2 Comparación de las guías con el Reglamento de Gobierno Corporativo para las Instituciones Supervisadas

El Reglamento de Gobierno Corporativo para las Instituciones Supervisadas emitido por el CNBS, tiene como objetivo establecer un conjunto mínimo de medidas de Gobierno Corporativo que deben cumplir las instituciones del sistema financiero. El reglamento fue emitido por la Comisión mediante resolución No.300/15-03-2005. De la lectura del reglamento se evidencia que para su elaboración, la CNBS tomó como una de las referencias, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE publicados en el 2004.

Para realizar esta comparación se debe tomar en cuenta que este reglamento, al ser aplicable a todas las instituciones del sistema financiero, establece lineamientos de gobierno corporativo a nivel general. Como parte de la comparación realizada, seguidamente se detallan las normas internacionales que no están contenidas en el reglamento actual y que por tanto se recomienda incluir, algunas de las cuales pueden aplicar para todas las organizaciones financieras y otras que son específicas para las fondos de pensiones.

5.2.2.1 Estructura de gobierno

5.2.2.1.1 Identificación de responsabilidades

- Se debe hacer referencia a funciones y responsabilidades específicas de los fondos de pensiones como son: la recaudación de las contribuciones, mantenimiento de registros, análisis actuarial, la política de financiamiento y contribución, la gestión de activos y pasivos (o conceptos equivalentes en planes de contribución definida), estrategias de inversión, ejecución de las inversiones, divulgación a los miembros y beneficiarios del plan, cumplimiento normativo y, cuando corresponda, educación financiera.

5.2.2.1.2 Órgano de gobierno

- Se requiere la inclusión de responsabilidades consistentes con el objetivo de un fondo de pensiones, como por ejemplo, el establecimiento de la política de inversiones, incluyendo la asignación estratégica de activos, la política de financiamiento y la política de gestión de riesgos. El establecimiento de la política de inversiones se incluye en el Reglamento para la inversión de los fondos públicos de pensiones por parte de los Institutos de Previsión.
- Se deben incluir los controles que las entidades deben implementar cuando delegan funciones de la administración del fondo de pensiones en proveedores de servicios externos, como son la evaluación, selección y supervisión de proveedores.
- Se debe establecer la responsabilidad del órgano de gobierno con respecto al manejo eficiente de los gastos de administración del fondo.

5.2.2.1.3 Rendición de cuentas

- Se debe establecer la obligación específica del órgano de gobierno de rendir cuentas sobre la gestión de los fondos a los afiliados, pensionados, superintendencia y terceros interesados, así como los mecanismos para garantizar la rendición de cuentas.

5.2.2.1.4 Idoneidad

- Se deben establecer requerimientos con respecto a la idoneidad de los miembros del órgano de gobierno, de tal forma que cada uno de ellos contribuya a balancear el

conjunto de habilidades necesarias para que actuando colectivamente, ejecute exitosamente sus obligaciones.

- Se debe designar la responsabilidad de establecer planes de capacitación periódicos específicos para el órgano de dirección.

5.2.2.1.5 Delegación y asesoramiento de expertos

- Se deben establecer los deberes del órgano de gobierno con respecto a la contratación y evaluación de asesorías externas, incluyendo la evaluación de su calidad, independencia, calificaciones y experiencia adecuadas.
- Se debe establecer el poder del regulador de requerir al órgano de dirección buscar el asesoramiento de expertos o designar a profesionales para llevar a cabo ciertas funciones, cuando carezca de experiencia suficiente para tomar decisiones plenamente informadas y cumplir con sus responsabilidades.

5.2.2.1.6 Auditor

- El Reglamento cumple con lo establecido en las guías con respecto al auditor externo.

5.2.2.1.7 Actuario

- Se debe establecer la obligación del órgano de gobierno de designar un actuario para todos los planes de beneficio definido financiados a través de fondos de pensiones y de gestionar apropiadamente los posibles conflictos de intereses en caso de proveedores de servicios externos.
- Se deben establecer responsabilidades para el actuario.

5.2.2.1.8 Custodio

- Si bien se establecen requerimientos con respecto a la custodia de activos en el Reglamento de inversiones, en el Reglamento de gobierno corporativo se deben establecer responsabilidades específicas del órgano de gobierno con respecto a la evaluación, selección y supervisión del custodio.

5.2.2.2 Mecanismos de gobierno

5.2.2.2.1 Controles internos basados en riesgo

- Se debe reforzar este punto para incluir la responsabilidad específica del órgano de gobierno de definir y aprobar el marco de gestión de riesgos, así como analizar informes periódicos preparados por el Comité de Riesgos y asegurar que se toman medidas para mitigar los riesgos.
- Se debe delegar en el órgano de gobierno la responsabilidad de aprobar un código de conducta y una política de conflictos de intereses, así como velar por su cumplimiento.

5.2.2.2.2 Informes

- Se debe incluir la responsabilidad de implementar procesos para garantizar que los miembros del órgano de gobierno reciben información adecuada, oportuna, precisa, completa, coherente y fácilmente comprensible, para que puedan desempeñar sus funciones con eficacia, de acuerdo con el código de conducta, y garantizar que las responsabilidades delegadas se cumplen.
- Se debe establecer la responsabilidad del órgano de gobierno de velar por que los actuarios, administradores de activos, asesores, custodios y otros proveedores de servicios profesionales reciben información relevante, precisa y oportuna con el fin de asegurarse de que lleven a cabo sus funciones.

5.2.2.2.3 Divulgación

- Se debe reforzar la divulgación incluyendo el requerimiento de definir mecanismos de divulgación según los canales de acceso disponibles para los afiliados, pensionados y beneficiarios (medios físicos, electrónicos, sitio web, etc.).

6. Desempeño de las inversiones de los fondos de pensiones en Honduras

El punto de 6 de los términos de referencia solicita “comparar el desempeño actual de las inversiones de los fondos de pensiones con otros países de la región y a nivel internacional”. Por lo general desempeño de un fondo de pensiones se realiza mediante el diseño de una frontera eficiente de inversión, que combina rentabilidades de las inversiones para distintas fechas de maduración de las inversiones y el riesgo asociado con esas inversiones.

Un requisito indispensable para construir fronteras eficientes es contar con curvas soberanas de rendimientos en lempiras y dólares. Pero antes de eso, se requiere que los activos estén valorados a mercado con el fin de poder medir el riesgo de mercado, tal y como se explicó en capítulos precedentes. Esta es una práctica que no es requerida de forma reglamentaria en Honduras y es una de las principales recomendaciones de reforma con el fin de identificar de manera certera los riesgos a los que se exponen los fondos de pensiones.

Dadas estas limitaciones, el estudio del desempeño se tendrá que limitar al análisis de la rentabilidad de las carteras de pensiones. No obstante, aquí también existe un problema, pues el estándar internacional para medir rentabilidad también está basado en carteras valoradas a mercado. Esto significa que las rentabilidades que se va a obtener para los fondos de pensiones de Honduras no son estrictamente comparables con las de otros países.

Otra dificultad radica en cómo medir la rentabilidad. Al no valorarse las carteras de inversiones de los fondos a mercado, la contabilidad se basa en el principio de interés devengado. O sea, en los estados financieros mensuales se hace una estimación prorrateada de cuánto es el interés que cada instrumento financiero generó durante ese mes, a pesar de que el ingreso del dinero ocurrirá de acuerdo a las condiciones del título valor.

Por lo tanto, si se quiere medir la rentabilidad anual, tendrían que mirarse los intereses que generaron las inversiones financieras mes a mes y dividirla por el stock de inversiones de ese mes para obtener un promedio ponderado al final del año. La limitación es que esta información mensual no estaba disponible para todos los institutos en la fecha en que se realizó este informe, pues se contaba solo con el listado de títulos valores que componen la cartera de inversión y la tasa de interés correspondiente.

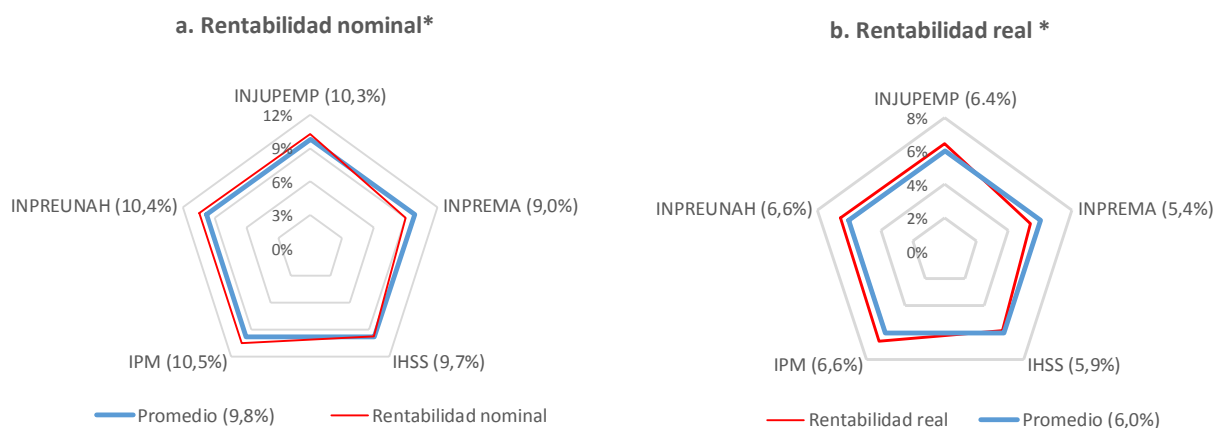
Es por las limitaciones anteriores que la rentabilidad del portafolio de inversiones se aproximó como un promedio ponderado de la tasa de interés de las inversiones financieras que la componen. Hay que recordar que de forma consolidada los institutos de previsión social mantienen el 54 por ciento de sus inversiones a vencimiento a menos de 12 meses, por lo que este método alternativo no presentará grandes cambios en relación con la forma correcta de hacer el cálculo, si se tuviera la información.

Una vez calculada la rentabilidad promedio del portafolio, se utilizó la tasa de devaluación del último año para representar en lempiras aquellas inversiones que están denominadas en dólares. Del mismo modo, para obtener las rentabilidades reales y poder compararlas con otros países se utilizó la tasa de inflación del último año.

Se debe aclarar que la rentabilidad se mide solo para las inversiones financieras, o sea, para la cartera de títulos valores del sector público, certificados de depósito y bonos en el sector privado y tenencias de efectivo. No se incluyeron los préstamos y otros activos porque en los estados financieros de los institutos previsionales no se provee el detalle suficiente para poder identificar qué parte de los ingresos financieros corresponden a préstamos e inversiones en títulos. Más complicado aún resulta hablar de rentabilidad de otros tipos de activos como acciones y propiedades, pues ellos aparecen en los estados financieros a valor en libros o de adquisición, lo que lleva a sobre estimar las rentabilidades.

Como puede observarse en el gráfico 7, panel a izquierdo, la rentabilidad nominal promedio de las inversiones de los fondos previsionales de Honduras, a junio 2015 para la mayoría de los institutos, fue de 9,6 por ciento. La rentabilidad es similar entre institutos, lo cual se debe a que los portafolios de inversión son parecidos. Solo el INPREMA se ubica debajo del promedio pues su rentabilidad está 800 puntos por debajo de la media. El INJUPEMP, el IPM y el INPREUNAH obtienen rentabilidades entre 500 y 700 puntos bases del encima del promedio, mientras que la rentabilidad de las inversiones del IHSS son casi idénticas al promedio.

Gráfico 7
Rentabilidad de las inversiones de los fondos de previsión social de Honduras
(porcentaje anual a junio de 2015*)



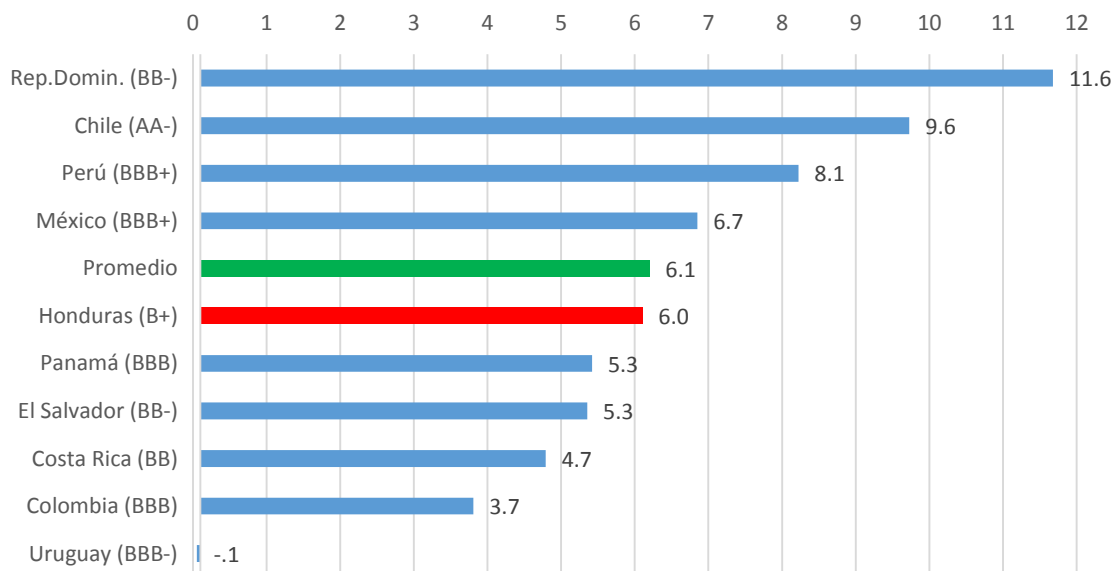
* Datos del IMPREMA están a mayo de 2015

Quando se descuenta la inflación, los fondos de pensiones presentan una rentabilidad real anual promedio de 6,0 por ciento, tal y como se muestra en el panel b derecho del gráfico 7. De acuerdo a lo esperado, las rentabilidades reales guardan la misma relación al panel a del gráfico 7 y las diferencias se explican porque no toda la información está disponible a junio de 2015, por lo que tasa de inflación interanual fue un poco mayor en junio que en mayo de 2015.

Guardando las limitaciones expuestas, en el gráfico 8 se hace una comparación entre las rentabilidades reales promedio de las inversiones de los fondos de pensiones para los países de América Latina, con sistemas de capitalización individual. Como se expuso en capítulos anteriores, comparar el sistema hondureño en materia de inversiones con uno de capitalización individual no es irrelevante, pues el marco legal de Honduras impone pocas limitaciones a las inversiones de los institutos de previsión social. Esto significa que potencialmente y con algunos ajustes a la reglamentación de la CNBS, es viable que las inversiones de los institutos de previsión social se manejen bajo principios y parámetros similares.

La gran diferencia con los sistemas de capitalización individual es que la rentabilidad se calcula a partir del cambio en el valor cuota, lo cual elimina ambigüedades a la hora de hacer comparaciones entre países. Claro está, los fondos de pensiones del resto de los países de América Latina valoran sus inversiones a precio de mercado.

Gráfico 8
Rentabilidad de los fondos de pensiones en America Latina
(cifras en porcentajes a marzo de 2015*)



* En Honduras los datos están a junio salvo los del IMPREMA que están a mayo de 2015
Fuente: AIOS y elaboración propia

Como puede observarse en el gráfico 8, en términos de rentabilidades reales, los fondos de pensiones de Honduras se ubican en el centro de la distribución y un poco por debajo del promedio de los países de América Latina. Sin embargo, hay que recordar que la rentabilidad debería corregirse por riesgo, de tenerse la información.

Precisamente, la totalidad de las inversiones de los institutos hondureños se hacen en instrumentos locales, principalmente del Estado. Y, entre todos los países representados en el gráfico, Honduras es el país que tiene el riesgo de crédito internacional más bajo para la deuda soberana a largo plazo (B+), según Standard & Poors. Esto quiere decir que para el nivel de riesgo que están asumiendo los institutos de previsión social, la cartera de inversiones debería presentar rentabilidades similares o superiores a las visas en México, Perú o Chile, países todos con grado de inversión internacional, e incluso, República Dominicana, un país con calificación de riesgo especulativo y que al igual que Honduras invierte el 100 por ciento de portafolio en instrumentos locales.

7. Conclusiones y escenario base para reforma

A manera de conclusión, se puede establecer el siguiente escenario base de reforma, de conformidad con los puntos que se han venido desarrollando a lo largo de este documento de diagnóstico.

- a. La mayoría de las inversiones de los institutos previsionales se concentran en el muy corto plazo, aunque los fondos de pensiones no requieren liquidez para pagar beneficios de pensión pues serán superavitarios por décadas. Esto impide que los

-
- fondos se benefician de la prima de liquidez y refleja una falta de alineación entre la tasa de reemplazo objetivo que debería tener un sistema de pensiones y la rentabilidad de las inversiones necesarias para alcanzar esa meta.
- b. Existe una elevada exposición de la cartera de inversión de los fondos de pensiones en certificados de depósito a plazo de los bancos privados que vencen en menos de un año. Este tipo de instrumentos son utilizados en otros países como mecanismos de liquidez y no como una forma de inversión. Con esto se limita la rentabilidad de los fondos de pensiones y se expone a riesgos de reinversión y a mayores gastos administrativos. Además, las condiciones de las inversiones los fijan los emisores, cuando deberían ser los fondos de pensiones. Estos tipos no son negociables en bolsa ni tampoco están estandarizados. Desde el punto de vista de regulación, debería limitarse la exposición a este tipo de inversiones, lo cual favorecería el desarrollo del mercado secundario.
 - c. Existe una alta dependencia de la cartera crediticia para generar rentabilidad a los activos de los fondos de pensiones. Esto involucra riesgos adicionales a los que tradicionalmente manejan los fondos de pensiones. Si bien la morosidad se mantiene en niveles aceptables, es necesario establecer regulación prudencial para evitar el arbitraje regulatorio, la selección adversa a favor de malos deudores y para que los costos de administración se transparenten.
 - d. La concentración de las inversiones de los fondos de previsión social en bonos del sector público es mediana. Sin embargo, el mayor problema se centra en las condiciones en los que los institutos de previsión social reciben esos títulos, pues la costumbre ha sido que las cuotas patronales del Estado son pagadas con títulos de la Secretaría de Finanzas, por lo que el rendimiento no necesariamente refleja la situación del mercado ni las necesidades de inversión de los institutos. Con esto se reitera la necesidad de valorar los instrumentos a precios de mercado, pues su ausencia distorsiona el mercado financiero porque los institutos evitan acudir al mercado secundario para no contabilizar pérdidas por valoración. Entonces, menos mercado secundario implica menos rentabilidad para las inversiones de los fondos de pensiones.
 - e. Aproximadamente una cuarta parte del portafolio se invierte en dólares. Los institutos de previsión social no tienen pasivos en dólares, aunque esos pasivos sí están indexados a la inflación. Como el mercado ofrece solo títulos de inversión a tasa fija, las inversiones en dólares funcionan como una forma indirecta de cubrirse ante el riesgo de una inflación inesperada. La regla del Banco Central indica que la devaluación de la moneda es igual al diferencial de inflaciones entre Honduras y los países con los cuales comercia, por lo que las inversiones en dólares funcionarían como cobertura de tasas de interés solo si se mantiene la regla de devaluación y la inflación supera las metas del Banco Central de Honduras. No se encontró evidencia de que los institutos manejen modelos predictivos de tipo de cambio con el fin de llegar a una estructura ideal de inversiones en dólares. En este sentido la regulación debería guiar a los institutos en el manejo del riesgo cambiario pues de lo contrario las inversiones en esta moneda sería especulativa.
 - f. No existen inversiones en el exterior y son muy bajas las inversiones en instrumentos alternativos a las inversiones financieras, como acciones, fideicomisos y fondos de inversión. Las inversiones en el extranjero ayudan a solventar los problemas de

-
- diversificación que ofrece un mercado local poco profundo. Además, también ayuda a mejorar los gobiernos corporativos de los administradores de fondos de pensiones. No obstante, a pesar de que el Reglamento de inversiones actual las permite, al mismo tiempo las desincentiva con regulación excesiva.
- g. El mercado financiero hondureño está dominado por el sector bancario y el de pensiones que de forma combinada componen el 93 por ciento del total de activos. La principal fuente de fondeo de los bancos (40 por ciento) son los depósitos a plazo que precisamente colocan con mayor intensidad en los fondos de pensiones.
 - h. Las transacciones del sector público representan el 99,5 por ciento del mercado financiero hondureño. De estas, el 97 por ciento de las operaciones son letras del tesoro del Banco Central de Honduras, de las cuales el 80 por ciento son emitidas a menos de 7 días plazo. El 97,5 por ciento de las transacciones ocurren en el mercado primario y solo el 2,5 por ciento son del mercado secundario. El desarrollo del mercado secundario provee liquidez a los instrumentos financieros, por lo que es crucial para que los fondos de pensiones realicen una gestión de cartera eficiente con sus inversiones. Este mercado no se desarrolla solo sino que requiere de legislación y regulación adecuada para incentivar su uso.
 - i. Las emisiones de bonos de los bancos privados en el mercado de valores son muy escasas. En los últimos 10 años, solo 10 instituciones financieras han realizado un total de 17 emisiones de bonos, de los cuales en la actualidad solo 8 emisiones están vigentes. Como consecuencia de esto y de la poca liquidez del mercado secundario es que los institutos de pensiones optan por invertir sus recursos en préstamos personales e hipotecarios y en certificados a plazo fijo en los bancos privados, con lo cual se le resta rentabilidad al portafolio de inversiones de los institutos previsionales.
 - j. Se deben revisar los límites de inversión por tipo de instrumento, emisor y emisión, con el fin de ir obligando a los fondos de previsión social a buscar más y mejores alternativas de diversificación del portafolio.
 - k. Las leyes de los institutos establecen como parte de sus miembros a representantes de una variedad de sectores, como por ejemplo, educadores, médicos, policías y bomberos. Sin embargo, no existen requisitos de idoneidad en términos de conocimientos y experiencia para los miembros del órgano de gobierno, quienes deben tomar decisiones para la administración de los recursos de inversión. Esto requiere de un conocimiento muy especializado y si la ley impone nombramientos particulares, el regulador debe contar con la potestad de requerir al órgano de gobierno buscar asesoramiento de expertos. También, la regulación debe exigir planes de capacitación periódica para los miembros de los órganos de gobierno.
 - l. Existe la necesidad de mejorar las estructuras de los comités de inversiones, fortalecer los conocimientos de sus integrantes y definir procedimientos claros y suficientes. Los institutos no han establecido una política de inversiones con las características establecidas en el artículo 8 del Reglamento de Inversiones vigente de la CNBS, lo que constituye un incumplimiento de las reglas aplicables por parte de los órganos de dirección, y evidencia la falta de control y supervisión de las responsabilidades asignadas a las diferentes instancias de la organización, en este caso, al Comité de Inversiones.
 - m. Es una prioridad regulatoria exigir la valoración a precios de mercado. Sin ella, los fondos de pensiones se ven en la imposibilidad de gestionar este riesgo de forma

adecuada, lo cual es uno de los elementos centrales de una buena administración de un portafolio de inversiones, de acuerdo a las normas de la persona prudente.

- n. Existen desvíos importantes entre los principios básicos internacionales de buenas prácticas de inversiones y el Reglamento de inversiones aprobado por la CNBS. Algunos de esos desvíos han influido en la rentabilidad que muestran los fondos de pensiones en Honduras, los cuales para el nivel de riesgo país, deberían estar rentando porcentajes mayores.
- o. Del mismo modo, también resultaría positivo revisar el Reglamento de gobierno corporativo para alinearlos a los principios de buenas prácticas internacionales.

Listado de acrónimos

AIOS	Asociación Internacional de Organismos de Supervisión
BANHPROVI	Banco Hondureño para la Producción y la Vivienda
BCIE	Banco Centroamericano de Integración Económica
BCV	Bolsa Centroamericana de Valores
CNBS	Comisión Nacional de Banca y Seguros
FMI	Fondo Monetario Internacional
IHSS	Instituto Hondureño de Seguridad Social
INJUPEMP	Instituto Nacional de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo
INPREMA	Instituto Nacional de Previsión del Magisterio
INPREUNAH	Instituto de Previsión Social de los Empleados de la UNAH
IPM	Instituto de Previsión Militar
OCDE/OECD	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
PIB	Producto Interno Bruto
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
SUPEN	Superintendencia de Pensiones de Costa Rica
UNAH	Universidad Nacional Autónoma de Honduras

Referencias bibliográficas

- Banco Central de Honduras (2015a). *Marco Descriptivo Política Cambiaria*
- Banco Central de Honduras (2015b). *Marco Descriptivo Política Monetaria*
- Banco Central de Honduras (2015c). *Programa Monetarios 2015-2016*
- Banco Central de Honduras (2015d). *Revisión Programa Monetarios 2015-2016*
- Bolsa Centroamericana de Valores (2015). *Informe del Consejo de Administración*
Tegucigalpa, Honduras.
- Comisión Nacional de Banca y Seguros (2005). *Resolución No.300/15-03-2005*
Tegucigalpa, Honduras.
- Comisión Nacional de Banca y Seguros (2014). *Memoria 2014*
Tegucigalpa, Honduras.
- Comisión Nacional de Banca y Seguros (2015). *Circular CNBS N° 016-2015*
Tegucigalpa, Honduras.
- Congreso Nacional de Honduras (2001). *Ley del Seguro Social*. Decreto No. 80-2001.
Tegucigalpa, Honduras.
- Congreso Nacional de Honduras (2002). *Ley del Régimen Opcional Complementario para la Administración de Fondos Privados de Pensiones*. Decreto N° 319-2002. Tegucigalpa, Honduras.
- Congreso Nacional de Honduras (2006). *Ley del Instituto de Previsión Militar*. Decreto No. 167-2006. Tegucigalpa, Honduras.
- Congreso Nacional de Honduras (2011). *Ley del Instituto Nacional de Previsión del Magisterio*. Decreto No. 247-2011. Tegucigalpa, Honduras.
- Congreso Nacional de Honduras (2014). *Ley del Instituto de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo (INJUPEMP)*. Decreto No. 357-2013. Tegucigalpa, Honduras.
- Impávido, Gregorio; Musalem, Alberto; Tressel, Thierry (2003). *The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets*. World Bank Policy Research Working Paper 2948. Washington DC, Estados Unidos.
- INJUPEMP (2015). *Boletín Económico – Junio 2015*
INJUPEMP. Tegucigalpa, Honduras.
- Instituto de Previsión Militar (2007). *Reglamento de la Ley del Instituto de Previsión Militar*. Acuerdo No. 2596. Tegucigalpa, Honduras.

Instituto de Previsión Social de Los Empleados de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (2006). *Reglamento de la Ley del Instituto de Previsión General de INPRENAUH*. Acuerdo No. SE-02-06. Tegucigalpa, Honduras.

International Monetary Fund (2014). *Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding*. Fondo Monetario Internacional y Gobierno de Honduras. 19 de noviembre de 2014. Tegucigalpa, Honduras.

La Gaceta (2014a). *Decreto Ejecutivo N° PCM-050-2014*
La Gaceta N° 33,501 del 9 de agosto de 2014. Tegucigalpa, Honduras

La Gaceta (2014b). *Decreto Ejecutivo N° PCM-057-2014*
La Gaceta N° 33,529 del 11 de setiembre de 2014. Tegucigalpa, Honduras

La Gaceta (2015). *Decreto N° 56-2015: Ley Marco del Sistema de Protección Social*.
La Gaceta N° 33,771 del 2 de julio de 2015. Tegucigalpa, Honduras

Morales, Vilma; Leitzelar Germán y Salinas, Carlos (2014). *Primer Informe de la Comisión Interventora del Instituto Hondureño de Seguridad Social*. IHSS. Tegucigalpa, Honduras.

Organización de la Cooperación y Desarrollo Económico (2006). *OECD Guidelines of Pension Fund Asset Management: Recommendation of the Council*. OCDE. París, Francia.

Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (2009). *OECD Guidelines for Pension Fund Governance*. OCDE. París, Francia.

Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (2013). *G20/OECD High-Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*. OCDE. París, Francia.

Towers Watson (2015). *Global Pension Assets 2015*
En <http://www.towerswatson.com/DownloadMedia.aspx?media=%7b10978FF9-2C20-4232-A305-12E33D08A61A%7d>

Vittas, Dimitri (1992). *Contractual Savings and Emerging Securities Markets*
World Bank Working Paper Series 858. Washington DC, Estados Unidos.

Anexo 1

Unidad de Mercados Laborales (SCL/LMK)

Programa de Apoyo a la Reforma de los Sistemas de Seguridad Social y del Servicio Civil

HO-T1159

TERMINOS DE REFERENCIA

Diseño del marco regulatorio para las inversiones de los fondos públicos por parte de los institutos de previsión en Honduras

Antecedentes

El sistema de pensiones de Honduras se compone de un sistema obligatorio público y un sistema voluntario privado. El sistema de pensiones público está conformado por la suma de distintos programas administrados por cinco institutos públicos de seguridad social que funcionan según la modalidad de reparto con beneficios definidos. El sistema de pensiones privado se rige por la modalidad de capitalización individual.

Dentro del sistema público, el instituto de mayor tamaño en términos de número de afiliados es el Instituto Hondureño de Seguridad Social (IHSS), cuyo Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte cubre a empleados del sector privado. El resto de las instituciones provee regímenes propios a diferentes grupos sectoriales: a los maestros públicos y privados, por medio del Instituto Nacional de Previsión del Magisterio (INPREMA); a los profesores y al personal de la Universidad Nacional, con el Instituto de Previsión de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras (INPREUNAH); a los miembros de las fuerzas armadas, las policías y los bomberos, a través del Instituto de Previsión Militar (IPM); y al resto de los servidores públicos civiles, de los que se hace cargo el Instituto Nacional de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados y Funcionarios del Poder Ejecutivo (INJUPEM).

Honduras cuenta con una entidad centralizada que se encarga de la supervisión y la regulación del sistema de pensiones: la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) es la entidad técnica responsable de la supervisión, la vigilancia y el control de las instituciones previsionales, tanto públicas como privadas. Si bien las instituciones previsionales están reguladas por sus cartas orgánicas, la naturaleza de la supervisión le permite a la CNBS establecer sanciones.

La Ley de la CNBS en su Artículo 6 establece que la Comisión, basada en normas y prácticas internacionales, ejercerá por medio de la superintendencias la supervisión, vigilancia y control de las instituciones bancarias públicas y privadas, aseguradoras, reaseguradoras, sociedades financieras, asociaciones de ahorro y préstamo, almacenes generales de depósito, bolsas de valores, puestos o casas de bolsa, casas de cambio, fondos de pensiones y jubilaciones y cualesquiera otras que cumplan funciones análogas a las señaladas en el presente artículo.

Así mismo, la referida Ley, en su artículo 13 numeral 23) establece que es atribución de la misma, velar porque las inversiones de los sistemas de previsión del Estado se hagan bajo las

mejores condiciones de seguridad, rendimiento y liquidez, dando preferencia, en igualdad de condiciones, a aquéllas que deriven mayor beneficio social a los aportantes o afiliados y asegurándose de que en ningún momento tales inversiones sirvan para satisfacer obligaciones del gobierno o del Estado.

Para tales efectos la CNBS mediante resolución No.736/10-09-2002, del 10 de septiembre de 2002, emitió el primer reglamento de inversiones de los Institutos de Previsión Públicos. El reglamento anterior fue derogado y se creó un nuevo reglamento mediante la Resolución No.1716/17-11-2009, del 17 de noviembre de 2009, así mismo dicha resolución fue derogada y mediante resolución No.184/03-02-2011 se estableció un nuevo reglamento de inversiones. En fechas más recientes se realizó una nueva emisión del Reglamento, mediante Resolución No.115/22-01-2013, del 22 de enero de 2013.

La última reforma, la cual se origina por los Decretos Ejecutivos PCM-050/2014 y su reforma PCM-057/2014, en los cuales el Poder Ejecutivo autoriza al Instituto Hondureño de Seguridad Social constituir en calidad de fideicomitente a constituir con el Banco Hondureño para la Producción y Vivienda (BANHPROVI) como fiduciario, un fideicomiso para Fortalecimiento de la Seguridad Social.. Relacionado con ello, se modificó el Reglamento por medio de Resolución SS No.1175/27-08-2014 de 27 de agosto de 2014 publicada en Diario La Gaceta el 15 de octubre de 2014. Finalmente se modificó el reglamento mediante resolución SS No.206/18-02-2015, Circular No. 16.

Justificación de la Consultoría. El Reglamento de Inversiones de los Institutos de Previsión actual, permite a los Institutos la inversión en varios tipos de instrumentos, sin embargo, en la práctica, en nuestro país no se cuenta con un mercado bursátil desarrollado, ni con fondos de inversiones que permitan la inversión en instrumentos que den mayor diversificación y rentabilidad a los Institutos, quedando éstos limitados a invertir sus recursos en títulos valores del estado, de los bancos comerciales, y en la cartera de préstamos a sus afiliados. La inversión de los Institutos Previsionales en alternativas emergentes se ve afectada por cierta rigidez en la normativa por una parte, y por otra, por los avances incipientes en la administración del riesgo en el ámbito de las inversiones.

Además es pertinente que dicho Reglamento sea enriquecido de conformidad a las mejores prácticas internacionales, como ser lineamientos para el establecimiento de las políticas de inversión de los Institutos, propuestas de nuevas modalidades o instrumentos de inversión, controles sobre la gestión de las inversiones, entre otros aspectos.

El Gobierno de Honduras cuenta con disposiciones legales para que mediante la creación de fideicomisos se pueda estructurar una figura similar a fondos de inversión, de tal forma que éstos puedan operar de forma similar a los fondos de inversiones, permitiendo la inversión en megaproyectos de infraestructura o de generación de energía eléctrica.

Por lo antes expuesto, es necesario que el actual Reglamento de Inversiones de los Fondos Públicos de Previsión, sea revisado por un especialista en la materia, a efecto de que proponga una propuesta con los cambios que requiere el actual reglamento, a fin de contar con un adecuado marco regulatorio que permita a la CNBS cumplir con sus atribuciones de supervisión y control y que los Institutos de Previsión cuenten con nuevas alternativas de inversión, el marco de seguridad, rentabilidad y liquidez.

Objetivo(s) de la Consultoría

El principal objetivo de esta consultoría es apoyar al Gobierno de Honduras en revisar, modificar y actualizar el Reglamento para regular las inversiones de los Institutos Previsionales que forman el sistema de previsión del Estado, pudiéndose identificar y evaluar las mejoras esperadas por dicha actualización. En este contexto, el Reglamento debe prever, orientar y proveer las herramientas necesarias para que las inversiones se hagan bajo las mejores condiciones de seguridad, rendimiento y liquidez, actualización que deberá basarse en la legislación y normativa vigente en Honduras y en las prácticas internacionales.

Los objetivos específicos de la consultoría son los siguientes:

- Revisar y redefinir las funciones, responsabilidades y forma de operar del Comité de Inversiones. Recomendar los funcionarios de los Institutos de Previsión que conformaran el Comité de inversiones.
- Definir los roles de las Unidades de Riesgo y revisar las funciones de Auditoria Interna en la Gestión de las Inversiones.
- Definir los lineamientos generales que deben seguir las políticas de inversión elaborados por los Institutos Públicos de Previsión, en términos de: (i) concentración de inversiones, (ii) niveles de exposición de riesgo, (iii) relación rentabilidad y riesgo, (iv) transparencia y divulgación.
- Revisar los lineamientos para la custodia y control de los títulos valores.
- Reglamentar la modalidad de inversión a través de Fideicomisos, de conformidad a los Decretos Ejecutivos PCM-050/2014 y PCM-057/2014.
- Definir los tipos de instrumentos permitidos para la inversión, así como los límites de inversión por cada instrumento, emisor y emisión.
- Revisar los procedimientos para la adquisición y transmisión de derechos patrimoniales.
- Revisar de los requisitos para permitir la inversión en proyectos de inversión y sus límites.
- Actualizar la lista de definiciones y términos que debe contener el Reglamento de Inversiones.
- Regular las operaciones que están implícitas en la gestión de inversiones.
- Definir que otro tipo de inversión pueden realizar los institutos de Previsión.
- Otros aspectos que se consideren de importancia.

Actividades Principales

Las actividades contempladas en la consultoría se organizan en 2 componentes:

Componente 1: Elaboración de un Marco Normativo de Inversiones de las Cajas Previsionales en Honduras.

Este componente incluye las siguientes actividades:

Fase I Documentación y Diagnostico: Comprende las siguientes actividades:

-
8. Evaluar la experiencia observada de las inversiones realizadas por las Entidades Públicas Previsionales entre 2000 y 2014, su evolución y desempeño en el pasado y perspectivas futuras bajo el reglamento actual de inversiones para establecer un escenario base para la reforma.
 9. Evaluar la estructura actual del mercado de capitales de Honduras identificando barreras para la inversión en instrumentos financieros que permitan la diversificación de los Fondos de Pensiones bajo condiciones de adecuada rentabilidad y riesgo.
 10. Realizar un diagnóstico sobre la estructura de gobierno corporativo de las Entidades Públicas Previsionales, incluyendo: composición y funcionamiento del Directorio, flujo de información hacia el Directorio, instancias de diseño, aprobación y supervisión de la política de inversiones.
 11. Evaluar los potenciales riesgos, tanto para el sistema de pensiones como para el sistema financiero y de capitales de Honduras, derivados del actual esquema de inversiones.
 12. Comparar marco normativo actual de Honduras con respecto a normas de otros países de la región y estándares internacionales (OECD).
 13. Comparar desempeño actual de las inversiones de los Fondos de Pensiones con otros países de la región y a nivel internacional.
 14. Realizar entrevistas con actores claves para recoger información sobre el mercado de capitales local y percepción sobre las inversiones de los Fondos de Pensiones: Ministerio de Finanzas, Banco Central, Superintendencia de Valores, Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Seguros y Pensiones, AFPs y Compañías de Seguro, entre otros.

Fase 2: Elaboración del Marco Normativo de inversiones.

15. Identificar la oferta de instrumentos financieros disponibles que califican para poder ser adquiridos por las Entidades Previsionales y que no están contenidos en el marco normativo actual.
16. Evaluar el grado de desarrollo del mercado de capitales (incluyendo instrumentos de renta fija –privados y públicos) a efectos de identificar si la madurez de estos mercados es suficiente para absorber los ahorros de largo del sistema previsional.
17. Evaluar la posibilidad y las condiciones requeridas para que las Entidades Previsionales puedan invertir en instrumentos inversión en el extranjero.
18. Proponer cambios al Marco Normativo de Inversiones, incluyendo potenciales adecuaciones a: principios generales para la inversión, instrumentos elegibles (e instrumento prohibidos), límites por instrumento (y grupo de instrumento), límites por emisor, límites por nivel de riesgo, nivel de riesgo agregado permisible, mercados autorizados, instrumentos derivados autorizados, manejo de los conflictos de interés, reglas de diversificación, mecanismos de transacción autorizados y, transparencia y divulgación.
19. Revisar los lineamientos para la custodia y control de los títulos valores.
20. Reglamentar la modalidad de inversión a través de Fideicomisos, de conformidad a los Decretos Ejecutivos PCM-050/2014 y PCM-057/2014.
21. Revisión de los procedimientos para la adquisición y transmisión de derechos patrimoniales.

-
22. Revisión de los requisitos para permitir la inversión en proyectos de inversión y sus límites.
 23. Explicitar los beneficios y riesgos implícitos que derivan del nuevo Marco Normativo de Inversiones y evaluar su impacto en la inversión de largo plazo del sistema financiero, comparándolo con la evaluación de las perspectivas bajo el reglamento actual.
 24. Identificar cambios normativos y legales necesarios para el desarrollo de instrumentos financieros en los cuales se proponga la inversión de los Fondos de Pensiones.
 25. Detallar un plan de adecuación y cambios regulatorios requeridos para que las entidades previsionales adopten el nuevo Marco Normativo de Inversiones y posteriormente puedan llevar un control y seguimiento de ellas.
 26. Recomendar lineamientos para la incursión en los instrumentos similares a los fondos de inversiones y la regulación de la delegación de la administración de fondos que ello implica.
 27. Establecer los lineamientos generales para definir los mecanismos de supervisión requeridos (por la CNBS) que permitan la aplicación y el control del nuevo Marco Normativo de Inversiones.
 28. Evaluar el portafolio óptimo de inversión y estrategia de reinversión bajo la nueva normativa propuesta, en términos de indicadores de rentabilidad, exposición al riesgo y liquidez y compararle con las desarrolladas bajo el reglamento actual.
 29. Actualizar la lista de definición y términos que debe contener el Reglamento de Inversiones.
 30. Desarrollar e impartir un taller sobre inversión de ahorros previsionales con distintos actores del sector público y privado para compartir propuestas alternativas de perfeccionamiento a la regulación de inversiones.
 31. Definir un nuevo marco normativo que regule la estructura de gobierno corporativo de las Entidades Públicas Previsionales en concordancia con las nuevas normas de inversiones.
 32. Revisar las funciones, responsabilidades y forma de operar del Comité de Inversiones. Revisar el perfil de los funcionarios que deben conformar el Comité de inversiones dentro de los Institutos Previsionales. Definir los roles de la Unidades de Riesgo y revisar los de Auditoria en la Gestión de las Inversiones.
 33. Proponer los lineamientos y principios básicos para implementar la administración de los riesgos de las inversiones.
 34. Proponer los lineamientos para la definición y seguimiento de métricas de: rentabilidad, riesgo (frecuencia y pérdidas esperadas en las inversiones) y liquidez, para la evaluación de nuevas y existentes inversiones.

Componente 2: Elaboración de un Marco Normativo sobre gobierno corporativo, conflictos de interés y responsabilidades de administración en la gestión de ahorro previsionales

35. Describir la estructura de gobierno de la gestión de inversiones en los Institutos Previsionales en Honduras, incluyendo, entre otros, la composición y funcionamiento del Consejo Superior o su equivalente; el flujo de información sobre gestión de inversiones hacia este Consejo; las instancias de diseño, aprobación y seguimiento

interno de la política de inversiones; y las unidades dentro de la organización donde están radicadas las responsabilidades operativas de la gestión de inversiones.

36. Proponer y elaborar un marco normativo que regule la estructura de gobierno de las inversiones de los Institutos Previsionales en Honduras. Este Marco Normativo debe incluir, a lo menos, disposiciones sobre las instancias de diseño, aprobación y seguimiento interno de la política de inversiones; control de potenciales conflictos de interés; y responsabilidades por la gestión de inversión.
37. Proponer, en términos generales, los mecanismos de supervisión que la autoridad competente debería implementar para el control de cumplimiento del nuevo Marco Normativo de Gobierno Inversiones por parte de los Institutos Previsionales.

Resultados esperados

El consultor deberá desarrollar un Taller sobre regulación de inversiones de ahorros previsionales y buenas prácticas de gobierno, durante su primera visita a Honduras.

El consultor deberá entregar tres informes preliminares:

- El Primer Informe preliminar del debe incluir las actividades identificadas en los numerales (1) hasta la (7). Este informe se deberá entregar a más tardar el lunes 31 de agosto.
- El Segundo Informe preliminar incluirá las actividades identificadas en los numerales (8) hasta la (27). Este informe se deberá entregar a más tardar el miércoles 30 de septiembre.
- El Tercer Informe preliminar incluirá las actividades identificadas en los numerales (28) hasta la (30). Este informe se deberá entregar a más tardar el miércoles 30 de septiembre.
- El consultor deberá entregar un Informe Final del proyecto (que incluya un Resumen Ejecutivo) que incluya las versiones revisadas de los tres informes preliminares. Este informe se deberá entregar a más tardar el viernes 30 de octubre.

Los plazos anteriores podrían ser modificados de común acuerdo entre las partes.

Las fechas exactas de los viajes se decidirán de común acuerdo, pero deben guardar relación con los plazos anteriormente definidos.

Con la entrega del Informe Final, se hará una presentación presencial (Power Point) con los resultados principales de la consultoría. Además, en esta oportunidad se entregará copia del material usado en los dos Talleres a desarrollar durante la consultoría.

Los reportes serán entregados en papel y en forma electrónica en Microsoft Word y en PDF.

Las fechas exactas de los viajes se decidirán de común acuerdo, pero deben guardar relación con los plazos anteriormente definidos.

Calificaciones

- Título/Nivel Académico & Años de Experiencia Profesional: Profesional con Maestría en Economía o algún área relacionada con las ciencias económicas, sociales.
- Idiomas: Dominio del idioma español y del inglés, tanto oral como escrito.
- Áreas de Especialización: La consultoría requiere de un individuo con una amplia experiencia en temas de regulación y supervisión de sistemas de pensiones públicas.. Experiencia en sistemas pensionales (estudios elaborados o que ha participado con aportes: al menos 2). Se requiere de un amplio conocimiento de los sistemas de pensiones en América Latina y haber tenido alguna experiencia procesando este tipo de documentos (estudios elaborados o que ha participado con aportes: al menos 2). Experiencia en análisis de economía política en temas de reformas pensionales (estudios elaborados o que ha participado con aportes: al menos 1). Experiencia profesional de mínimo cinco años en temas de desarrollo.
- Habilidades: Habilidad para adaptarse a múltiples demandas, manejo de prioridades y cambio. Capacidad de responder activamente antes cuestiones técnicas que surjan con el país. Excelente habilidad para trabajar en equipo y comunicarse de manera efectiva, tanto de forma oral como escrita. Habilidad para desarrollar ideas y soluciones ingeniosas a través de la creatividad y el pensamiento crítico. Excelentes habilidades de presentación.

Características de la Consultoría

- Categoría y Modalidad de la Consultoría: Individual
- Duración del Contrato: 3 meses
- Lugar(es) de trabajo: Lugar de residencia y cuatro (4) viajes (misión) a Tegucigalpa, Honduras.
- Persona responsable: El trabajo del consultor será coordinado por Waldo Tapia, (LMK/CPR) [waldot@iadb.org; tel. +595 21 616 2217] y Mey Ling Pong (CNBS) [MPon@cnbs.gob.hn].

Pagos y Condiciones de Empleo: El valor total del contrato será pagaderos de acuerdo al siguiente esquema de pagos:

Concepto	Porcentaje de Pago
Presentación de Plan de Trabajo	20%
Primer informe	20%
Segundo informe	20%
Tercer final	20%
Informe final	20%

Diversidad: El BID está comprometido con la diversidad e inclusión y a proporcionar igualdad de oportunidades en el empleo. Acogemos la diversidad con base en género, edad, educación, origen nacional, raza, discapacidad, orientación sexual, religión y status de VIH/SIDA. Alentamos la postulación de mujeres, afro-descendientes y personas de origen indígena.

Anexo 2

AGENDA VISITA DR. WALDO TAPIA y EDGAR ROBLES

Lunes 3 de agosto de 2015

Hora	Tema	Participantes
10 am - 12:00 m	Reunión de inicio: -Presentación del Marco Legal en Honduras. (Edgar Robles) -Presentación de experiencias en América Latina en la inversión de los fondos de pensiones (Edgar Robles)	Comisionados CNBS Gerencia de Estudio Superintendente de Seguros y Pensiones Gerencia Administrativa
2 pm - 4 pm	-Tasas de las operaciones BCH y subastas gubernamentales -Operaciones de mercado secundario -Política de emisión de moneda -Metas de inflación -Política cambiaria -manejo de reservas monetarias internacionales -Coordinación con Secretaria de Finanzas	BCH <ul style="list-style-type: none">• Departamento de Operaciones Monetarias• Cualquier otro depto. Relacionado• Departamento Internacional• Estudios
4:15 pm - 6:15 pm	-Política de endeudamiento -Inversión pública -Alianzas público-privadas -Política de emisiones internacionales -proyecciones financieras y manejo de déficit -Política de financiamiento de infraestructura	Secretaria de Finanzas <ul style="list-style-type: none">• Dirección General de Crédito Público• Cualquier otro depto. relacionado

Martes 4 de agosto de 2015

Hora	Lugar	Participantes
8:00 am - 9:45 am	Oficinas IPM	IPM Comité de Inversiones y Gerencia
10:00 am – 12:00 pm	Oficinas INPREMA	INPREMA

		Comité de Inversiones y Directores Especialistas
2 pm – 4 pm	CNBS	Comisión Interventora IHSS
4 pm – 5:30 pm	CNBS	Superintendente de Valores

Miércoles 5 de agosto de 2015

Hora	Lugar	Participantes
9 am – 11 am	Oficinas INPREUNAH	Comisión Interventora INPREUNAH
2 pm – 4 pm	Oficinas INJUPEMP	INJUPEMP Comité de Inversiones y Directores interinos

Jueves 6 de agosto de 2015

Hora	Lugar	Participantes
9 am – 11 am	Oficinas CNBS	AFP ATLANTIDA, AFP FICOHSA y RAP
11 am – 12 pm	Oficinas CNBS	Bolsa Centroamericana de Valores
2:00 pm -5:30 pm	Oficinas CNBS Tema: Regulación	INPREMA INJUPEMP IHSS IPM INPREUNAH CNBS

Viernes 7 de agosto de 2015

Hora	Lugar	Participantes
9 am - 10:30 am	CNBS	Reunión de Cierre
11 am -	Traslado aeropuerto	