

Estructurados, activos que pueden causar asimetrías en el SAR

CADA UNA de las siefores básicas (SB) tiene establecido un perfil de riesgo distinto, delineado por su régimen de inversión, que les permite conformar sus portafolios con activos tradicionales de liquidez relativamente alta, como bonos, acciones y otros fáciles de valorar constantemente, así como algunos no tan líquidos, e incluso mecanismos alternativos sin capacidad de negociación.

A estos últimos pertenecen los instrumentos estructurados conocidos como certificados de capital de desarrollo (CKD), con los que se asignan recursos a un tercero para que emprenda proyectos de capital privado. Las ofertas primarias de esta clase de productos no son frecuentes. Cada programa requiere sumas elevadas iniciales y aportaciones graduales conforme avanza su desarrollo. Por su naturaleza, tampoco es posible comprar o vender en el mercado secundario CKD ya colocados, en caso de que no luzcan atractivos o la SB requiera liquidez. La maduración se alcanzará en el largo plazo, en 10, 20 o más años. Entretanto, los trabajadores registrados en la SB que realiza la inversión correrán con el riesgo inherente, aunque a la liquidación del fideicomiso puede que no reciban el resultado íntegro, sea pérdida o ganancia, en sus cuentas individuales.

Exposición de la SB y del trabajador

Los rangos de edad estipulados para que los trabajadores permanezcan en cada una de las SB implican que pueden estar registrados máximo 19 años en la SB4, nueve en la SB3, 14 en la SB2 y hasta seis en la SB1. Cada año, quienes llegan al límite de un rango son traspasados a la siefore de número inferior. En consecuencia, una parte proporcional de los activos objeto de inversión de la SB cedente también se traspasa a la SB receptora, procurando que no se exceda su régimen de inversión. Como resultado, la magnitud en la que un afiliado está expuesto a esa clase activos y

a cada instrumento en particular puede cambiar a lo largo del tiempo. Otro factor que puede modificar esta proporción es el efecto de dilución de una exposición específica, generado por los afiliados que entran a una SB.

La inversión en CKD produce un efecto positivo tanto en la diversificación como en el perfil de riesgo y rendimiento del portafolio de la SB que los adquiere.

Sin embargo, ese beneficio no es del todo equivalente al de los afiliados: el periodo que hay entre que se adquirieran y se distribuyan los frutos tal vez no coincida con el lapso en el que los trabajadores estén registrados en la SB. Por ejemplo, si un afiliado a la SB3 se traspasa a la SB2 un año antes de que un CKD amortice y, en consecuencia, su parte de exposición al instrumento en cuestión cambia, no recibirá el porcentaje de plusvalía o minusvalía equivalente al que estuvo expuesto, debido a la dilución mencionada.

De manera análoga, la persona que se incorpora a una SB durante el año en que un CKD entrega rendimientos, o bien, que está registrada en una SB receptora que no tenía posición en el certificado, recibirá la ganancia o sufrirá la pérdida sin haber asumido el riesgo en la misma proporción ni durante el mismo periodo que otro ahorrador que haya pasado mayor tiempo en la SB que tenía o cedió la inversión.

Desproporciones en perfil de riesgo

Un ejemplo ilustrativo: quienes a sus 35 años estaban registrados en una SB4 que invirtió entre el 2008 y el 2009 en los primeros CKD colocados y fueron traspasados a una SB3 que invirtió en proporciones idénticas, habrán asumido el mismo grado de riesgo que ambas SB. En el 2019, antes de que la mayoría de los proyectos hayan madurado y otorgado beneficios, esos afiliados pasarán a la SB2, con lo que su exposición

será reducida al límite permitido por su régimen; por tanto, habrán asumido un riesgo superior durante más de 10 años para a fin de cuentas recibir una porción menor de las utilidades, si es que se dan. Por su parte, quienes contaban con 18 años al inicio de los programas y permanezcan aún en la SB4 o SB3 cuando los resultados se distribuyan, habrán sufrido paulatinamente el efecto de la dilución y recibirán un rendimiento o pérdida menor que no corresponde a la porción del riesgo que corrieron. Este supuesto generaría asimetrías debido a que los recién ingresados al sistema recibirían la misma fracción de beneficios o pérdidas sin haber asumido riesgo alguno durante toda la vigencia de la emisión.

También pueden existir escenarios en los que los afiliados sí reciban los efectos, positivos o negativos, que correspondan al riesgo que corrieron. La cuestión es que, dada la iliquidez de estos productos, la falta de valuación constante como la de los valores tradicionales, y los cambios en la exposición individual, se generan asimetrías en las expectativas de la distribución de los rendimientos entre los trabajadores.

En opinión de Fitch Ratings, los desequilibrios podrían atenuarse con una metodología oficial para reevaluar este tipo de activos, de manera que su efecto pueda distribuirse con más facilidad entre los afiliados, en semejanza a la de los títulos tradicionales.

Sería deseable que la supervisión adecuada de los proyectos y sus valuaciones fueran realizadas por un tercero que rindiera informes privados a los participantes al menos tres veces por año, antes de que se emitan los estados de cuenta individuales. Otra de las posibles soluciones, todavía objeto de evaluación, es el uso de mecanismos similares a los fondos de fecha definida (*target date funds*), que permitan que el grupo de individuos que corren el riesgo de una inversión sea el mismo que reciba el resultado.