

# RETOS EN EL LANZAMIENTO DE LOS MULTIFONDOS EN MÉXICO

ISAAC VOLIN-BOLOK<sup>1</sup>

El objetivo de esta participación es comentar con ustedes los siguientes temas: en primer lugar, cuál ha sido la evolución del régimen de inversión en México; en segundo término, mostrarles la iniciativa que estamos a punto de implementar para entrar al mercado de renta variable y valores del extranjero y, finalmente, los retos de la implementación de las familias de Siefores<sup>2</sup>, que es como se ha denominado a este proyecto.

En el Cuadro N° 1 se muestra de manera resumida cómo hemos avanzado en México durante los últimos tres años en materia del régimen de inversión, sobre todo en lo relativo a la eliminación de restricciones que no contribuían a la diversificación del portafolio y, en algo que va muy en línea de lo que comentaba en su participación Augusto Iglesias, eliminar restricciones por tipo de instrumento, por emisor, que no contribuyen en nada a la diversificación de las inversiones.

De esta forma, por ejemplo, el sistema inició con un régimen de inversión en donde había una limitación de invertir en valores gu-

---

<sup>1</sup> Licenciado en Administración del Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Cursó una Maestría en Administración, con especialización en Finanzas, en la Universidad de Michigan.

En la actualidad es Vicepresidente de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) de México y posee años de experiencia en regulación financiera.

Anteriormente se ha desempeñado como Director General de Análisis y Metodologías de Supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). También, destaca el primer lugar obtenido, por él, en el Premio Nacional de Investigación Financiera del IMEF, en 1988.

<sup>2</sup> Siefores: Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro. Son los fondos a través de los cuales se invierten los recursos de los trabajadores que manejan las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores).

**Cuadro N° 1**  
**EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN DE INVERSIÓN DE LAS SIEFORES**

<b>Lineamiento</b>	<b>Antes</b>	<b>Actualmente</b>
Eliminar límites mínimos y restricciones por emisor.	Gubernamental (mínimo 65%). Privado (máximo 35%). Intermediarios financieros (máximo 10%).	Gubernamental, privado, estados, municipios, paraestatales e intermediarios financieros sin límite.
Regular el riesgo de concentración conforme a la calidad crediticia.	10% por emisor. Emisores AAA y AA.	Por emisor: 5% en AAA, 3% en AA y 1% en A.
Ampliar oportunidades de invertir en bonos en moneda extranjera.	Solo bonos gubernamentales denominados en dólares.	Bonos gubernamentales y privados en dólares, euros y yenes.
Permitir el uso de derivados.	Contado.	Contado y derivados sobre subyacentes permitidos.
Controlar eficientemente el riesgo de mercado.	Mínimo 65% en bonos en plazo de vencimiento o de revisión de tasa menor a 183 días.	Transitoriamente se utilizó un plazo promedio ponderado (PPP) de 900 días y después se sustituyó por VaR.

bernamentales un mínimo de 65% de los activos de los fondos, restricción que se eliminó, y hoy en día no existen límites mínimos, los cuales son inadecuados. Como bien lo decía Augusto Iglesias, de ahí hay un milímetro a decir que obligatoriamente habrá que invertir en un determinado sector, lo que sería el peor escenario para los fondos de pensiones.

En adición, ampliamos el universo de emisores potenciales en términos de papeles privados, entidades federativas de la República mexicana, municipios y empresas paraestatales. También quisiera destacar el tema de las monedas, ya que incluimos euros y yenes, así como la operación con derivados.

Estos fueron los cambios más importantes que se habían logrado en los últimos tres años en materia del régimen de inversión.

Sin embargo, las Siefors seguían acotadas a invertir únicamente en instrumentos de “deuda local” y esto limitaba, evidentemente, los rendimientos esperados y generaba un fuerte riesgo de concen-

tración. Por ello, el paso lógico era abrir el régimen de inversión en dos sentidos: valores del extranjero y renta variable.

En abril de este año, la Junta de Gobierno de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), que es la que debe autorizar los cambios al régimen de inversión del Sistema de Ahorro para el Retiro, autorizó tres cambios al régimen de inversión.

1. Crear una familia de Siefores, o el inicio de una familia de Siefores, con dos fondos, cuyo funcionamiento explicaré con detalle más adelante.
2. Incluir nuevos tipos de instrumentos con la idea de contribuir a mejorar el rendimiento
3. Permitir la inversión en nuevos mercados y nuevos emisores para disminuir el riesgo país.

Antes de explicar cómo va a funcionar la familia de Siefores en México, me gustaría repasar tres elementos clave que la Junta de Gobierno nos marcó como condición para los cambios al régimen de inversión, y que se refieren al mismo número de principios que hoy en día están presentes en el sistema.

El primero es la valuación diaria a mercado de todos los instrumentos de la cartera. Nosotros consideramos que esto es fundamental porque genera incentivos adecuados en la administración de los ahorros, premios y castigos a los administradores que toman buenas decisiones e impide subsidios cruzados entre afiliados que entran y salen de una administradora o se cambian a otra. Ha habido algún debate en cuanto a si la valuación diaria a mercado genera un comportamiento manada, y la respuesta que nosotros tenemos es que no hay evidencia de que eso sea un factor de comportamiento manada. Desde nuestro punto de vista, el comportamiento manada se da principalmente por la forma en que se recompensa a los directores de inversión en cada una de las administradoras. Es al interior de las administradoras donde se determina el *benchmark* con respecto a otras administradoras, y en función de eso se determina la compensación anual del director de inversiones. Esa es la verdadera razón del comportamiento de manada.

El segundo principio de nuestro sistema es la transparencia diaria de todos los títulos de la cartera. Esto nos permite verificar el

cumplimiento al régimen de inversión de la Siefore, que es el vehículo de inversión de cada administradora.

Por último, el tercer principio, es el cobro a los trabajadores solo de los gastos de corretaje indispensables. Sin duda esta fue la condición más importante de la Junta de Gobierno de la CONSAR para permitir la conformación de la familia de Siefores y la inversión en renta variable. Esto es, que no hubiera un segundo cobro a los trabajadores por la inversión de sus recursos. Se considera que la comisión que paga un trabajador a una administradora es un concepto general; es una comisión –permítanme el anglicismo– *all in*.

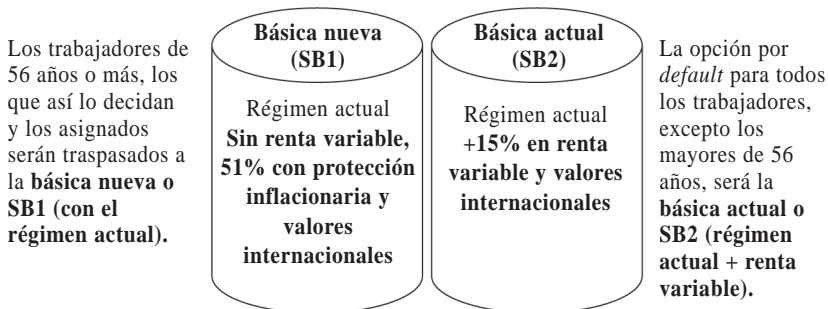
En cuanto a la familia de Siefores y en específico la inversión en renta variable, lo que aprobó la Junta de Gobierno fue una exposición a renta variable de 15% del activo de la Siefore básica actual, que es donde está invertido el dinero hoy en día, dado que solo tenemos un fondo. Esto se hizo así para diferenciar a la Siefore básica actual de la Siefore básica nueva. Esta última va a ser un fondo libre de renta variable.

Ahora, permítanme dar algunos antecedentes. En México, el tema de la inversión en renta variable ha generado mucha controversia. La gente en México prácticamente no invierte en renta variable, o muy poco, por increíble que parezca. Esto tiene que ver con factores culturales y también con experiencias muy desafortunadas que se vieron hace veinte años en la bolsa de valores en México.

Como se puede ver en el Gráfico N° 1, el fondo de la derecha, que es donde hoy tenemos los 40 mil millones de dólares que vale el sistema mexicano, va a ser la opción de *default* para todos los trabajadores, excepto aquellos que tengan 56 años de edad o más y aquellas personas que elijan no invertir en renta variable. Los recursos de las personas de más de 56 años y de las que elijan no invertir en renta variable se van a invertir en la Siefore básica nueva, que es el fondo de la izquierda. Uno de los elementos más importantes del esquema es generar la inversión en renta variable por *default*, para incrementar los rendimientos esperados.

La inversión en renta variable tiene una peculiaridad, y es que se va a hacer a través de “notas”, que son títulos de deuda con capital protegido al vencimiento y rendimiento ligado a índices accionarios. Me gustaría compartir con ustedes las razones por las cuales se optó por esta modalidad y cuáles son las repercusiones.

### Gráfico N° 1 ESQUEMA DE LA FAMILIA DE SIEFORES



En primer lugar, como ya comenté, los ahorradores en México han sido muy adversos a invertir directamente en acciones. Si uno analiza la composición de las sociedades de inversión en México, los fondos mutuos, lo que podemos ver es que si sumamos todos los recursos solo el 15% está invertido en renta variable y el 85% en renta fija.

Debido a esta realidad, llegamos a la conclusión que la forma más sencilla de introducir la inversión en renta variable era a través de estas notas de capital protegido, cuya cualidad principal es que el rendimiento capitalizado de un bono cupón cero crea el efecto de proteger el capital a vencimiento. Esta característica las hace atractivas para inversionistas adversos al riesgo.

La segunda pregunta relevante es: ¿por qué índices, por qué no acciones en lo individual? La razón es que los índices bursátiles son un instrumento prediversificado, y de ahí su utilidad, ya que hoy en día en las Afores no existe la experiencia de invertir en acciones individuales. Por ello, la nota da una cierta garantía de que no se van a cometer errores en términos de concentración de inversiones. Asimismo, la inversión pasiva a través de índices tiene bajos costos de transaccionalidad con cargo a la Siefore, lo cual también es una ventaja importante. Hay transparencia, ya que normalmente las notas de capital protegido que existen en todos lados del mundo están ligadas a índices accionarios. Un tema adicional, de gran relevancia, es que las notas evitan conflictos de interés entre propietarios de una Afore y propietarios de emisores en el mercado de valores de México.

Por último, se optó por las notas porque la evidencia empírica muestra que el rendimiento neto de comisiones de un portafolio manejado activamente es igual o menor al índice de referencia en el 90% de los casos. Eso es un primer problema, un segundo problema es que el 10% restante de los que sí agregan valor, *ex ante*, no se sabe cuales son.

Ahora me referiré a cómo vamos a resolver el tema de las notas, porque además de permitir que las Siefores compren las notas de capital protegido, también podrán estructurar por su propia cuenta las notas. ¿Qué desventajas tienen las notas de capital protegido, las notas compradas? Tienen altos costos de estructuración, tienen baja liquidez por ser emisiones hechas a la medida del que las va a comprar y no existe un compromiso del emisor de recomprarlas. Por lo demás, están sujetas a la misma regulación que para el resto de los bonos en México: deben colocarse a través de oferta pública, y están sujetas a un límite máximo de 20% por emisión que puede comprar cada Siefore.

¿Cuál fue la solución que encontramos para evitar dichos inconvenientes? Dado que las Siefores, por sí mismas, ya son vehículos de inversión y lo que les sobra son bonos, entonces van a poder estructurar por su propia cuenta estas notas, engrapando contablemente bonos cupón cero y componentes de renta variable sobre los índices autorizados. Lo que hace esto es replicar el comportamiento de una nota y elimina los costos de estructuración y los problemas de liquidez. En pocas palabras, van a ser notas de capital protegido hechas sintéticamente al interior de las Siefores y esto equivale a una inversión en renta variable en directo a través de índices accionarios.

¿Cómo se van a estructurar los componentes de renta variable? Se podrá hacer de tres formas: una de ellas, es comprando las acciones que integran cada índice. Si este fuera el caso, las Siefores van a poder modificar la ponderación de cada acción en cada índice en un rango de variación de 1%. Esto tiene la ventaja de reducir costos de transaccionalidad y la necesidad de rebalanceo de una cartera indizada.

La segunda forma en que las Siefores podrán llenar la exposición en renta variable es a través de vehículos, entre ellos los denominados ETF o los fondos mutuos, y la condición que puso

en este caso la Junta de Gobierno es que se conozca diariamente la composición de cartera de estos vehículos, como se conocen los portafolios de las Siefos. En caso de que los vehículos incorporen costos, estos deberán ser absorbidos por la administradora. Esto para cumplir con el principio de la Junta de Gobierno de que ningún costo adicional por manejo lo debe absorber el trabajador.

La tercera forma de adquirir el componente de renta variable es a través de instrumentos derivados, siempre y cuando tengan pérdida acotada, la cual será recuperada con el bono. Bueno, esto básicamente lleva a posiciones largas en derivados.

¿Cómo vamos a calcular el 15% de límite de exposición a renta variable? El 15% no es de exposición a las notas, es de exposición a renta variable. Por lo tanto, vamos a calcular la exposición a renta variable a través de las deltas de las opciones o de las acciones<sup>3</sup>.

En cuanto a la inversión en valores del extranjero, se permitió una exposición a este tipo de instrumentos por hasta el 20% del activo de la Siefos. Fue muy difícil conseguir la autorización por parte del Congreso de este 20%, y es un tema en el que coincido con los anteriores expositores. Esto es, que es de vital importancia que existan valores del extranjero en las carteras de los fondos, pero desafortunadamente, desde el punto de vista político, es muy difícil conseguir este tipo de autorizaciones.

Por lo que toca a renta variable de emisores extranjeros, va a ser igual: a través de notas, ligadas a índices autorizados (véase Anexo). En deuda, serán títulos emitidos con alta calidad crediticia, tanto para el fondo 1 como para el fondo 2.

En cuanto a los índices autorizados de renta variable del extranjero, se establecieron aquellos índices de mercados de países miembros del Comité Técnico de la *Internacional Organization of Securities Comissions* (IOSCO) y de la Unión Europea. Son más de 50 índices autorizados, y recientemente acabamos de autorizar otros 20 adicionales, los índices de Morgan Stanley.

---

<sup>3</sup> Por definición, la delta de una acción es 1.

La inversión en renta variable está sujeta a dos límites: a la exposición del 15% a la que ya me referí y al límite de 20% en valores del extranjero. Así, para darles un ejemplo, si se invierte 10% en índices extranjeros, queda libre un 5% para índices nacionales y 10% para valores extranjeros de deuda. Es decir, los dos límites se interceptan.

En términos de deuda, se autorizó que las Siefiores pueden comprar títulos emitidos por gobiernos, bancos centrales y agencias gubernamentales, de países miembros del Comité Técnico de la IOSCO y la Unión Europea, lo que incluye empresas, por supuesto, que emitan valores bajo la regulación y supervisión de estos mismos mercados. Asimismo, las Siefiores podrán invertir en deuda emitida por organismos financieros multilaterales como el Banco Mundial y el BID.

¿Por qué el Comité Técnico IOSCO y la Unión Europea? Porque a juicio de las autoridades financieras de México, son los países cuya regulación provee una adecuada revelación de información y transparencia en la transacción, por eso se limitó a esos países, y esto es consistente con lo que se ha probado por el lado de las sociedades de inversión tradicionales en México.

¿Cómo van a operar las Afores en el mercado internacional? A través de dos formas:

- a) Directamente, aprovechando las habilidades y el *know-how* de los grupos financieros internacionales a los cuales pertenecen diversas administradoras.
- b) A través de un tercero, esto, mediante la contratación de un prestador de servicios financieros.

En ambos casos, cualquier costo directo o indirecto va a ser con cargo a la Afore.

Ahora voy a referirme a los retos en la implementación de las familias Siefiores. Yo diría que son tres retos. El principal, es el tema de difusión. El reto aquí es que la gente tenga información suficiente y haga una elección; ese es el punto más importante. Nosotros aprendimos mucho de la experiencia chilena, en cuanto al hecho de que la gente no se interesa en su pensión, lo que es un fenómeno mundial que tiene que ver con la edad de la

gente y con que pensar en la vejez no es un tema agradable. Sin embargo, estamos convencidos que poner en marcha la familia de Siefores va a incrementar el interés de la gente en su pensión.

Este esfuerzo de comunicación implica enviar una carta introductoria a 20 millones de trabajadores. La oficina del servicio postal mexicano nos decía que nunca había enviado, con un solo tema, tantas cartas y que coincidía con la temporada de fin de año, de Navidad, por lo que se volvía un reto logístico también para ellos. Vamos a tener una orientación personalizada a través de un centro telefónico de servicio gratuito, que ya funciona para efectos de dar información sobre el sistema. Tenemos programadas 800 pláticas con las principales empresas y sindicatos del país, vamos a usar medios masivos de información y vamos a hacer una distribución de varios millones de piezas de materiales impresos.

El 23 de septiembre empezó la cuenta regresiva, ese día se inició el envío de los 20 millones de materiales. El plazo para enviar los materiales venció el 21 de octubre y a partir de esa fecha se inicia un período de 60 días donde el trabajador va a recibir en su domicilio información y un sobre con porte pagado con el formulario para hacer la elección del fondo de su preferencia. En caso que no elija, el trabajador se queda en el fondo 2, salvo que tenga más de 56 años.

La fecha de inicio de las inversiones en los nuevos instrumentos es el 17 de enero de 2005. Ese día empieza a operar la familia de Siefores. El viernes anterior, el día 14, vamos a hacer el corte transversal del fondo actual para generar el fondo nuevo, libre de renta variable. Esto permitirá conformar dos portafolios idénticos el día previo al inicio del nuevo régimen de inversión. Con ello se evitará cualquier discusión de que hubo favoritismo en la selección de valores.

En términos de los retos para la industria, estos consisten básicamente en aprovechar el nuevo régimen de inversión y ubicarse sobre la frontera eficiente. De acuerdo a nuestros estudios, la frontera de inversión, la frontera de riesgo-rendimiento, con todos los cambios que hicimos desde hace tres años y este último, implica incrementar los rendimientos esperados en 130 puntos base al año, en promedio.

En términos de la supervisión, el último reto, con los cambios que se han hecho se amplía significativamente el espectro de instrumentos, operaciones y emisores, lo que implica un reto para la supervisión. Este reto significa que es necesario contar con un sistema informático sofisticado que nos permita hacer vigilancia paramétrica multisiefores, multiinstrumentos y multifactores. Por ello, el reto con este sistema de vigilancia es que el acopio, el almacenamiento, la consulta y el cruce de la información permitan verificar diariamente el cumplimiento del régimen de inversión, así como las normas prudenciales internas de cada administradora. Nuestro sistema de vigilancia es un sistema automatizado casi al 100% y esto también va a estar listo a la entrada en vigor del nuevo régimen de inversiones.

## Anexo

### Índices accionarios de países miembros del Comité Técnico de IOSCO y de la Unión Europea

Las Notas y los Componentes de Renta Variable solo podrán referirse a los índices permitidos o a los subíndices que de ellos se deriven.

### Índices permitidos

País	Índice
Alemania	DAX, HDAX (Índices de la Bolsa de Frankfurt)
Australia	ASX 50 (Índice de la Bolsa de Australia)
Bélgica	BEL20 (Índice de la Bolsa de Bruselas)
Canadá	TSX (Índice de la Bolsa de Toronto)
España	IBEX-35 (Índice de la Bolsa de España)
	IGBM (Índice de la Bolsa de Madrid)
	BCN Global-100 (Índice de la Bolsa de Barcelona)
	LATIBEX TOP
	LATIBEX
Estados Unidos	Índice AMEX Composite
	Índice Dow Jones Industrial Average
	Índice Dow Jones Composite Average
	Índice Dow Jones Global Titans 50
	Índice Dow Jones Global Titans 50 Euro
	Índice Dow Jones Global 1800
	Índices Dow Jones Style Indexes
	Índice Dow Jones Stoxx 50
	Índice Dow Jones Euro Stoxx 50
	Índice Fortune 500
	Índices Nasdaq Composite
	Índice NYSE Composite
	Índice NYSE International 100
	Índices Standard and Poors Global 100
	Índices Standard and Poors Global 1200
	Índices Standard and Poors 100
	Índices Standard and Poors 500
	Índices Standard and Poors 700
	Índices Standard and Poors 400 MidCap
	Índices Standard and Poors 600 Small Cap
	Índices Standard and Poors 1500 supercomposite
	Índices Standard and Poors Europa 350
	Índices Standard and Poors TOPIX 150
	Índices Standard and Poors TSX 60
	Índices Standard and Poors Asia 50
	Índices Russell 3000

País	Índice
	Índices Wilshire 5000
Francia	CAC 40 (Índice de la Bolsa de París)
Holanda	AEX (Índice de la Bolsa de Amsterdam)
Hong Kong	HANG SENG (Índice de la Bolsa de Hong Kong)
Irlanda	ISEQ (Índice de la Bolsa de Irlanda)
Reino Unido	FTSE 350 (Índice de la Bolsa de Londres)
	FTSE 250 (Índice de la Bolsa de Londres)
	FTSE 100 (Índice de la Bolsa de Londres)
Italia	MIBTEL y MIB30 (Índices de la Bolsa de Milán)
Japón	NIKKEI, TOPIX (Índices de la Bolsa de Tokio)
Luxemburgo	Luxembourg Stock Price Index (Índice de la Bolsa de Luxemburgo)
México	IPC (Índice de Precios y Cotizaciones)
Portugal	BVL (Índice de la Bolsa de Valores de Lisboa)
Suiza	SMI, SPI (Índices de la Bolsa de Suiza)

Respecto a los índices de Morgan Stanley Capital International Inc (MSCI), las notas y los componentes de renta variable solo podrán referirse a los índices que a continuación se detallan:

- MSCI Europa
- MSCI Pan Europa
- MSCI Euro
- MSCI EMU
- MSCI Pacific
- MSCI Far East
- MSCI North America
- MSCI EAFE
- MSCI EASEA
- MSCI World
- MSCI Kukulai
- MSCI UK
- MSCI Japan
- MSCI Broad Market
- MSCI Investable Market 2500
- MSCI Micro Cap
- MSCI Prime Market
- MSCI Small Cap 1750
- MSCI Mid Cap 450
- MSCI Large Cap 300