

Nuevas tendencias de pensión. El caso Colombia

New trends in pension, if Colombia

Álvaro Pío Guerrero Balcázar

Contador Público, Universidad Libre Cali, Colombia. Especialista en Gerencia Financiera con énfasis internacional, Universidad Libre Cali, Colombia. Candidato a Maestría en Gestión Empresarial, Universidad Libre Cali, Colombia. Docente investigador tiempo completo Universidad Cooperativa de Colombia - Sede Cali, Colombia. alvaro518@une.net.co, pio151@yahoo.es

Gustavo Nixon De La Cruz Giraldo

Abogado Universidad Libre Cali, Colombia. Candidato a Magister en Derecho Universidad de Manizales, Colombia. Consultor Jurídico. Docente investigador tiempo completo Universidad Cooperativa de Colombia - Sede Cali, Colombia. gusdelacruz@hotmail.com

Herman Sánchez Arteaga

Administrador de Empresas, Universidad Santiago de Cali, USC, Colombia. Especialista en Gerencia Financiera con énfasis internacional, Universidad Libre Cali, Colombia. Candidato a Magister en Gestión Empresarial, Universidad Libre Cali, Colombia. Consultor Financiero. Docente investigador tiempo completo Universidad Libre Cali, Colombia. Jefe del área Financiera de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables Universidad Libre, Cali, Colombia. Docente Universidad de Valle, Facultad Ciencias de la Administración, Cali, Colombia. hermansanchezarteaga@hotmail.com

Sonia Sánchez Arteaga

Abogada Universidad del Cauca, Popayán, Cauca - Colombia. Psicóloga, Universidad Nacional Abierta y a Distancia, UNAD Palmira, Colombia. Especialista en Derecho de Familia, Universidad Santiago de Cali, USC, Colombia. Candidato a Magister en Derecho Universidad de Manizales, Colombia. Consultora jurídica. Docente investigadora a tiempo completo Universidad Libre Seccional Cali. soniasanchezarteaga@hotmail.com

Fecha de recepción: Septiembre 9 de 2010

Fecha de aceptación: Diciembre 6 de 2010

Abstract

One of the major concerns with an aging population is economic sustainability. With the pension system, the government is striving to meet this need. Depending on the country, different pension systems exist and vary with respect to the rights of an individual when he reaches the age of pension eligibility. These systems are funded by long-term investments made by the Colombian pension fund, which acts as the administrator of pensions for current and future recipients. This study presents a response to questions about the rights of pension recipients and the economic resources obtained by the administration of investment portfolios. To do this, the study used two methods: a) summary to understand fundamental elements and transition to more complex understanding, and b) analysis to understand the

cause and effect relationship of the research variables. The result was the possibility to conceptualize the principal investment bonds on behalf of the fund, the financial impact of market fluctuations on the investment portfolio and the current pension model from the perspective of the investment of resources; however, these results question which variable, the rights or the returns, is the most important.

Keywords

Financial impact, multifunds system, national treasury securities, risk profile, portfolio investment, pensions funds, capital flows.

Resumen

Una de las mayores preocupaciones para las personas en su vejez es su sostenibilidad económica. La pensión es una herramienta con la cual el Estado busca dar solución a lo anterior. Según el país existen diferentes sistemas de pensión los cuales varían en derechos para las personas al momento de pensionarse y se respaldan en las inversiones de los recursos del sistema por parte de los fondos de pensión, que actúan como administradores de los recursos de los pensionados actuales y futuros. Este estudio responde a los cuestionamientos entre los derechos frente a los recursos económicos obtenidos por la administración del portafolio de inversión en el largo plazo de los fondos de pensión obligatoria en Colombia. Se utilizaron los métodos de síntesis, para comprender los elementos fundamentales y pasar al conocimiento más complejo, y el de análisis para entender la relación causa-efecto de las variables del problema de investigación. Como resultado se encontró el principal título de inversión por parte de los fondos, el impacto financiero de las variaciones de mercado del título en el portafolio y el modelo de pensión actual visto desde la inversión de los recursos. Estos resultados nos cuestionan qué variable es más importante: los derechos o los rendimientos.

Palabras clave

Impacto financiero, sistema multifondos, títulos de tesorería nacional, perfil de riesgo, portafolio de inversión, fondos de pensiones, flujo de capitales.

Introducción

En un mercado financiero con mercados de capitales, los fondos de pensiones asumen un papel fundamental porque recolectan el ahorro, que deben valorizar y retornar a las personas al concluir su vida laboral.

Dado lo anterior y con el fin de conocer los efectos del impacto financiero por las fluctuaciones de mercado de los TES en los portafolios de inversión de los diferentes fondos de pensiones obligatorias en Colombia por el periodo 2000 – 2008, se realizó esta investigación a través de un grupo interdisciplinario que nos permitió analizar el problema desde el punto de vista jurídico y financiero.

Como resultado de las encuestas estructuradas aplicadas a la muestra seleccionada tenemos que los títulos de tesorería nacional (TES) que reportan mayor rentabilidad son los TES

UVR con un porcentaje de rentabilidad del 57%; dentro de los títulos de tesorería nacional (TES) más vendidos se encuentran los TES UVR los cuales registran igual porcentaje (43%) que los títulos de tesorería nacional (TES) a largo plazo. El 100% de las encuestas aplicadas considera que la rentabilidad de los títulos de tesorería nacional (TES) es afectada por la fluctuación del mercado e igualmente que es seguro invertir en este tipo de títulos; la tendencia de ponderación del riesgo de los títulos de tesorería nacional (TES) nos refleja un resultado del 72% de los encuestados que opinan que existe cero riesgo.

Materiales y métodos

Las fuentes del estudio se basaron en información suministrada por parte de Asofondos, Superintendencia de Pensiones de Chile, Superintendencia Financiera de Colombia, bancos y algunas empresas del mercado de valores.

Fuentes y técnicas para la recolección de la información

Fuentes secundarias

Información escrita a través de textos bibliográficos, documentos, revistas especializadas, legislaciones e información obtenida en diferentes fuentes del internet.

Fuentes primarias

Aplicación de entrevistas estructuradas

Tipos de datos

Datos primarios

Datos cuantitativos obtenidos del desarrollo de las entrevistas realizadas a personas que laboran en el sector financiero – bursátil en la ciudad de Cali.

Datos secundarios

Datos cualitativos provenientes de las fuentes como textos bibliográficos, revistas, documentos, legislaciones e información obtenida en diferentes fuentes del internet.

Población

Población total

Sector financiero-bursátil, representado en gerentes de mesas de dinero en bancos, comisionistas de bolsa (de acuerdo con la bolsa de valores de Colombia, hay 59 sociedades comisionistas asociadas actualmente en nuestro país) y entidades financieras que tienen mesas

de dinero (según la Asociación de Fiduciarias, 24 actualmente asociados) y administradores de portafolio de inversiones en los fondos de pensiones y cesantías (actualmente, operan en Colombia siete Fondos Administradores Privados: Porvenir, Protección, Horizonte, Grupo Santander, Skandia, ING y Citi Colfondos).

Población muestra

La muestra fue recolectada por medio de entrevistas a funcionarios del Banco de Occidente, Márgenes, Asvalores, Valores de Occidente, Serfinco y Corficolombiana.

Presentación de la información

Etapa I

- Recolección de la información de tipo contextual y teórica.
- Revisión bibliográfica.
- Recolección de la información obtenida en las entrevistas.

Etapa II

- Análisis cualitativo y cuantitativo de la información.
- Exposición de los resultados – selección.
- Construcción del cuerpo del proyecto.

Etapa III

- Presentación del análisis a manera de conclusiones.
- Interpretación final y presentación formal del proyecto

Resultados

1. Los fondos de pensiones obligatorias en Colombia reflejan un aumento o disminución del valor de su portafolio de inversión principalmente por la concentración del 50% en títulos de tesorería nacional, los cuales tienen una relación directa con la situación política y económica del país y del mundo.
2. En el primer semestre del año, por la incertidumbre de los mercados generalmente se produce una desvalorización de los títulos y refleja una caída del valor de fondo de las pensiones obligatorias y por ende de los aportes individuales de las personas que hacen parte del sistema de pensión obligatoria en Colombia. En el segundo semestre la tendencia es a valorizarse en la mayoría de los casos y refleja lo contrario al ejemplo anterior. El valor de los aportes y la valoración del fondo de inversión para los fondos de pensión obligatoria se deben hacer en el largo plazo.
3. El Gobierno nacional, a través de la regulación en la inversión a los fondos de pensión obligatoria, ordena los porcentajes de inversión y los tipos de títulos en que se debe realizar. Con la privatización en la administración para el manejo de los fondos de

pensión obligatoria, el Gobierno no liberó en su totalidad el control sobre estos dineros. Condiciona a que los fondos inviertan en títulos para financiamiento del Estado como son los TES y de una forma indirecta sigue controlando el uso de estos recursos. Por esta razón, no podríamos hablar de atractivo en la inversión por parte de los fondos de pensión obligatoria en Colombia, pues no es opcional esta decisión. Sin embargo, los TES son los títulos de mejor comportamiento y estabilidad en el mercado bursátil colombiano.

4. Los fondos de pensión obligatoria en Colombia y cualquier inversionista debido a los efectos de corto plazo que se dan por las fluctuaciones de mercado invierten principalmente en el largo plazo. En contrapeso a la inversión solo en renta fija buscan títulos que tengan tanto el componente fijo como el variable.
5. Los TES son títulos de renta fija. El Estado colombiano tiene dos modalidades principalmente del título:
 - Tasa indexada a la inflación (comercialmente estos son conocidos como tasa fija).
 - Tasa indexada a la UVR.

Según el plazo del título se dividen en corto y largo plazo. De acuerdo con información obtenida por el mercado a través de la encuesta dirigida los títulos de mayor preferencia por los fondos de pensión obligatoria y los demás inversionistas del mercado son los TES indexados a la inflación y UVR en el largo plazo.

6. La mayor incidencia en el precio de mercado de los títulos de tesorería nacional se da principalmente por la situación política internacional la cual genera confianza o no a los inversionistas en el país. El flujo de capitales global actual ocasiona las fluctuaciones en los precios de los títulos soberanos como son los TES. Desde el año 2001 los mercados emergentes han tenido una constante valorización, principalmente por los problemas de los países desarrollados.
7. Los fondos de pensión obligatoria se ven afectados externamente por el riesgo del país debido a que los TES representan el 50% de la inversión de su portafolio. Internamente, en cuanto al tipo de título (si es renta fija o UVR) el riesgo está relacionado con la tendencia de la inflación y el sistema UVR en Colombia, lo que genera valorizaciones o desvalorizaciones en los títulos. Externamente la repercusión de los precios en los TES se debe principalmente a la situación política y coyuntural entre países.
8. El sistema multifondos de pensión suscita más problemas que soluciones, en razón de las garantías a los futuros pensionados sobre la valorización de sus aportes.
9. Los costos del sistema de pensión aumentan la informalidad y causan deficiencias en la cobertura al limitar el acceso y convertir la pensión en un privilegio.

Discusión

1. Se debe buscar un mayor desarrollo del mercado de valores para enfocar los recursos de los fondos de pensión obligatoria, principalmente en el desarrollo de la banca de

inversión y la fusión con las bolsas de Perú y Chile para generar nuevos instrumentos de inversión.

2. Realizar capacitaciones a los FPO y sus beneficiarios, sobre las diferentes problemáticas de riesgo asociado al portafolio de inversión de los aportes y sus consecuencias.
3. El Estado debe mejorar la calificación riesgo país para poder liberar en su totalidad la inversión por parte de los FPO, al reemplazarlos por inversionistas de los diferentes mercados externos, en especial los fondos.

El sistema de pensiones en Colombia

La ciencia busca entre sus muchos objetivos el bienestar de la humanidad al alargar su expectativa de vida en mejores condiciones. La diferencia en la *expectativa de vida* entre hombres y mujeres es de unos seis años, pero con respecto al tiempo que se vive con calidad –es decir, sin discapacidad– es de unos tres años, aproximadamente.

Esta expectativa ha pasado de menos de cuarenta años para los hombres y cuarenta y tres para las mujeres a principios del siglo XX a 77 y 83 años, respectivamente. En un siglo se ha doblado la esperanza de vida tanto en hombres como en mujeres.¹

Desde el punto de vista social esta mejora es muy positiva, sin embargo en la vejez las personas no cuentan con la misma capacidad y oportunidades laborales de la juventud para generar sostenibilidad económica. Esta fue la razón por la cual fueron creados los fondos de pensión, los cuales buscan generar modelos de pensión y según el país, condiciones económicas óptimas para disfrutar en la vejez. Las personas que perciben mesada gracias a los fondos de pensión se llaman jubilados o pensionados. Actualmente en Colombia los aportantes al sistema de pensión obligatoria observan los diferentes cuestionamientos hechos por toda clase de organizaciones relacionados con los sistemas de pensión. Se conocen dos puntos de vista principalmente:

- El sistema de pensión.
- La rentabilidad de la pensión.

Características del sistema de pensión en Colombia antes de 2011

Basados en la investigación denominada *Impacto financiero de las fluctuaciones de mercado en portafolios concentrados en títulos de tesorería nacional en los fondos de pensión* podemos darnos cuenta que si la rentabilidad de los fondos de pensión al largo plazo es significativa, el sistema de pensión no tendrá importancia. El mayor beneficio que puede tener todo jubilado o futuro pensionado en Colombia, es el incremento considerable de sus aportes a través del tiempo; como todos sabemos en nuestro país la edad para tener derecho a la pensión de jubilación por vejez, se debe a los siguientes factores:

“**Artículo 33.** El afiliado deberá reunir las siguientes condiciones:

1 La expectativa de vida de las mujeres es mayor que la de los hombres, José Alonso, Marzo 26 de 2010, Sanar “Salud y vida sana”, www.sanar.org

1. Haber cumplido cincuenta y cinco (55) años de edad si es mujer o sesenta (60) años si es hombre. A partir del 1° de enero del año 2014 la edad se incrementará a cincuenta y siete (57) años de edad para la mujer, y sesenta y dos (62) años para el hombre.
2. Haber cotizado un mínimo de mil (1.000) semanas en cualquier tiempo. A partir del 1° de enero del año 2005 el número de semanas se incrementará en 50 y a partir del 1° de enero de 2006 se incrementará en 25 cada año hasta llegar a 1.300 semanas en el año 2015”².

Dado lo anterior, la pensión debe verse desde dos puntos de vista: la posición de los aportantes o futuros jubilados, en la medida en que los recursos de su pensión futura no se mezclen con los recursos de quienes actualmente ostentan la calidad de jubilados o pensionados, y la posición asumida por el Estado, en razón a que el Estado genera las condiciones de mercado para optimizar los beneficios a los sistemas de pensión y por ende a sus futuros beneficiarios, los títulos de deuda interna fueron dinamizados gracias a diversas situaciones internacionales de los mercados y la pérdida de la confianza de los diversos inversionistas en las principales economías del mundo. Además la legislación colombiana ordenó a los fondos de pensión obligatoria en Colombia invertir aproximadamente el 50% del portafolio en TES.

El mercado de valores en Colombia ha presentado cambios significativos en la última década, anterior a esto con la ley 51 de 1990 fueron creados como mecanismo de financiación interna los títulos de tesorería nacional “TES” clasificándose en dos tipos:

1. **TES clase A.** Fueron los primeros en negociarse en el mercado de valores colombiano. “El título TES Clase A fue expedido el 4 de julio de 1991 a la orden del Banco de la República, quien en cualquier momento lo podría fraccionar para colocarlo en condiciones de mercado, igualmente podían ser utilizados para hacer operaciones de mercado abierto. En cuanto a la deuda en TES clase A, se procedió a sustituirla por nuevos TES Clase A con condiciones financieras más favorables para la nación que las existentes en el mercado en ese momento. Con esta sustitución se buscaba mejorar el perfil de la deuda de la nación ya que la sustitución se planteó con una tasa a la inflación proyectada más un margen de prima de riesgo; un plazo de diez años con dos años de gracia de capital y un anticipo de intereses pagados en 1993”.³

Una de las principales características de este título de inversión es que se podía fraccionar su monto y se podían negociar independientemente el capital de la inversión (principal) de los rendimientos del capital (cupón), adicionalmente se tenía para un título de renta fija un componente de rentabilidad variable flexible a través del tiempo a los cambios de mercado. Sin embargo este tipo de títulos no se dinamizaron sino hasta el año 1997 con la reforma a los títulos TES clase B, como podemos observar enseguida.

2. **TES clase B.** “Los títulos TES clase B tasa fija a tres años, fueron reemplazados por títulos TES clase B tasa variable a tres años en 1996, sin embargo, esta medida fue revertida en 1997 volviendo a ser títulos TES B tasa fija a tres años. En este año nacieron los TES

2 www.gerencie.com. Requisitos para obtener la pensión de vejez, ley 100 de 1993, artículo 33.

3 www.minhacienda.gov.co - Generalidades TES - Ministerio de Hacienda y Crédito Público República de Colombia.

Clase B tasa variable a siete y diez años con lo cual se buscaba ampliar en el tiempo las alternativas de inversión y así mismo diferir en el tiempo el endeudamiento de la nación.

Durante 1997 los TES clase B tuvieron gran movilidad y su desarrollo en el mercado fue sorprendente. Sin embargo, las altas tasas de interés durante 1998 no permitieron un dinamismo similar en la colocación de deuda pública en el mercado interno. En este sentido surgió la idea de emitir deuda en el mercado local en dólares ya que esta ofrecía grandes ventajas tanto al agente colocador como a los posibles compradores.

Para el gobierno, el atractivo radicaba en colocar papeles de deuda interna, los cuales no se podían vender a causa de las altas tasas de interés a las que estos se demandaban y para el inversionista resultaba interesante en la medida en que adquiría un instrumento de cobertura que adicionalmente ofrecía un rendimiento similar al de los papeles de deuda externa.

Con el nacimiento de estos TES clase B –denominados en dólares y cuyo plazo sería superior o igual a un año– se crearon los títulos TES clase B tasa variable a quince años. Estos no se colocaban por subasta ya que fueron creados específicamente para una operación con el Instituto de Seguros Sociales. Para octubre del mismo año se introdujeron al mercado los denominados TES clase B mixtos y su colocación se realizó a través de un contrato de *Underwriting* cuya característica fundamental y distintiva era la combinación de tasa fija y variable para el pago de sus rendimientos. Su plazo se estableció en diez años y se determinó que en los dos primeros pagaran a tasa fija y en los siguientes ocho a tasa variable”.⁴

En un país con mercado de valores, los fondos de pensión cumplen un papel de gran importancia para su desarrollo. Adicional a la evolución de los papeles de deuda del Estado, paralelamente se fue desarrollando el mercado financiero y de valores. “En la década de 1990, las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente (Cali), iniciaron conversaciones para crear una única plaza bursátil en Colombia. La razón, tener tres mercados de poco tamaño significaba continuar rezagados frente a las demás bolsas del continente, con objetivos comunes que no podrían alcanzarse de continuar cada una por su lado. Finalmente, en 2001, la unión de las bolsas se hizo realidad dando paso a la creación de la Bolsa de Valores de Colombia, una única entidad que desde esa época ha venido administrando los principales mercados de valores del país”⁵.

También fueron creadas las sociedades administradoras de fondos de pensión donde el Estado buscó quitar el manejo de los recursos de los aportes de los trabajadores para su futura pensión por parte del gobierno de turno y cubrir gastos de funcionamiento como ocurría antes de 1990.

A nivel mundial, en el año 2001, ocurrió una de las mayores crisis en los Estados Unidos y uno de los hechos que afectó de manera importante la economía de ese país como fueron los atentados de las torres gemelas el 11 de septiembre de 2001 con repercusiones en el sistema financiero y de valores de ese país. A su vez, una de las razones por las que más se desarrolló el mercado de valores en Colombia y de los mercados emergentes fue la pérdida de la confianza de los inversionistas en Estados Unidos por los escándalos del mercado de valores relacionados con Arthur Andersen, y Enron. “En 2002, Arthur Andersen se vio involucrada

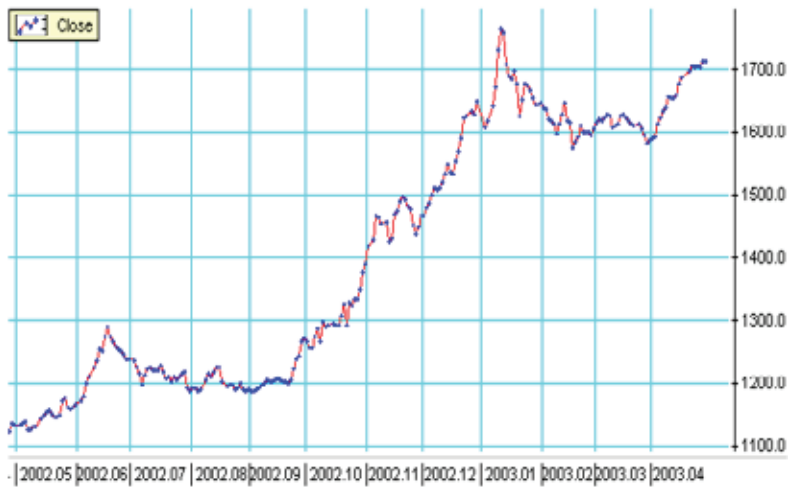
4 www.minhacienda.gov.co - Generalidades TES - Ministerio de Hacienda y Crédito Público República de Colombia.

5 www.bvc.com.co - Bolsa de valores de Colombia, 80 años del mercado de valores en Colombia

en el escándalo financiero Enron, lo que motivó el cese de sus actividades. A partir de entonces, las sociedades de Arthur Andersen en los diferentes países se fueron disolviendo y sus equipos profesionales se fusionaron o fueron absorbidos por otras empresas del sector”.⁶ Posterior a este se descubrieron otros hechos adicionales: “Luego de las quiebras de Enron y WorldCom, otro escándalo financiero podría afectar a miles de accionistas y empleados de compañías norteamericanas. Una investigación publicada por dos economistas acusa a más de 2.200 empresas de los EE.UU. de haber cometido fraude manipular su información financiera en el pago de stock options. Y hace pocos días, el prestigioso diario *The Wall Street Journal* publicó una lista de grandes compañías que habrían realizado esta práctica inmediatamente después de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, cuando el valor de las acciones cayó en picada. Entre las implicadas figuran pesos pesados como Merrill Lynch, Home Depot y Black & Decker”.⁷ Tras los atentados lo que más desconcertó a los inversionistas fue la manipulación de la información del mercado de valores y financiero que benefició a unas pocas personas y perjudicó a muchos inversionistas tanto locales como extranjeros. Esta situación fue muy similar en los años noventa en Colombia, lo cual llevó al Estado a diseñar políticas y normas de autorregulación, entre ellas la expedición del estatuto anticorrupción mediante el cual se determinaron sanciones a los administradores, representantes legales y todo aquel que manipulara información de la empresa para favorecerla en el mercado dando gran importancia a la figura del revisor fiscal.

A continuación podemos observar la tendencia del IGBC (índice general de la bolsa de Colombia) posterior a este hecho frente al Dow Jones por el mismo período:

Gráfico 1. Evolución IGBC en un año



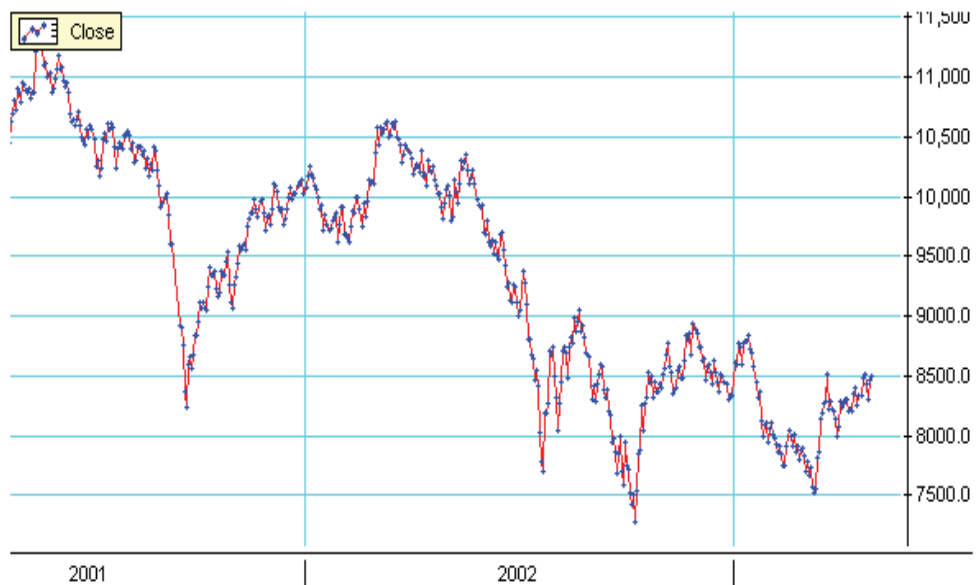
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Centro de Mercado de Capitales (CMC).

6 <http://es.wikipedia.org> – Wikipedia la enciclopedia libre – Arthur Andersen

7 www.infobaeprofesional.com – iprofesional.com – Escándalo financiero en los Estados Unidos.

Se puede evidenciar el crecimiento del IGBC a partir del 2001 teniendo en cuenta que el principal título de negociación en el mercado de valores son los TES, como anteriormente lo mencionamos los títulos TES CLASE B, principalmente. Con todas estas situaciones de mercado en los países desarrollados sobre todo en Estados Unidos, los inversionistas perdieron interés por los diferentes papeles comerciales y se dirigieron a los países emergentes. También hay que tener en cuenta que Colombia salía de un bloqueo internacional por escándalos de la mafia a finales de los noventa en uno de los gobiernos y pasaba a jefes de Estado con buena imagen internacional como fueron Andrés Pastrana y Álvaro Uribe, siendo este último uno de los gobiernos con mayor crecimiento de inversión extranjera y mejora de diferentes indicadores económicos durante sus ocho años desde 2002.

Gráfico 2. Dow Jones industrial dos años.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Centro de Mercado de Capitales (CMC).

Aquí observamos todo lo contrario al caso colombiano. El mercado de Estados Unidos se vino abajo y después de muchos años el Dow Jones industrial que reúne las treinta empresas más importantes no solo de Estados Unidos del mundo, dejó de crecer constantemente e incluso llegó a perder, como lo vemos en el Gráfico 2. El Estado colombiano, aunque liberó el manejo de los recursos de pensión obligatoria por parte del gobierno a través de empresas del sector privado llamadas Administradoras de Fondos de Pensión y Cesantías, no liberó la inversión de los dineros administrados por las empresas y fijó por ley los parámetros de inversión para los fondos de pensión obligatoria en los cuales el 50% de estas inversiones es en títulos de deuda pública (TES) principalmente. Esto generó un gran dinamismo en el mercado de valores para este tipo de papel ya que los recursos de las administradoras

de fondos de pensión obligatoria tienen mucha importancia para el desarrollo económico de un país, pero limitó el desarrollo de inversión para las sociedades administradoras. Los fondos de pensiones son una característica reciente del sistema financiero que coincide con la dominación de instrumentos financieros no bancarios y que incrementó drásticamente la liquidez financiera y modificó el comportamiento de los agentes financieros. La valorización del capital se desplazó desde el sector productivo al financiero, particularmente al mercado de capitales, donde los inversionistas ocupan un papel fundamental en tanto oferentes de ahorro y cuya función es demandar títulos financieros.

Los fondos de pensiones deben incrementar el valor de los ahorros o al menos mantener su poder adquisitivo, mediante la inversión en títulos que capten parte de las ganancias que se generan en el mercado. Mantener el poder adquisitivo de los ahorros para la pensión en realidad es el peor de los escenarios para un futuro pensionado, pues la naturaleza de la sociedad administradora de pensión obligatoria es la de un consultor el cual tiene una tarea de comisionista y por su naturaleza cuanto más incremente la rentabilidad mayor será su comisión o ganancia; con la normatividad en la inversión y la rentabilidad mínima exigida por la ley se limitó la esencia de comisionista de la sociedad administradora.

El sistema está clasificado en dos regímenes solidarios:

1. El régimen solidario de prima media con prestación definida, administrado por el Instituto de Seguros Sociales (ISS). Básicamente consiste en que los aportes de los afiliados y sus rendimientos se acumulan en un fondo común para repartir de forma igual entre todos sus afiliados al momento de pensionarse.
2. El régimen de ahorro individual con solidaridad, administrado por las sociedades administradoras del sector privado y consiste, a diferencia del anterior, en que no existe un fondo común sino individual, la jubilación dependerá del monto de los aportes individuales y los rendimientos generados por estos se reparten de forma equitativa.

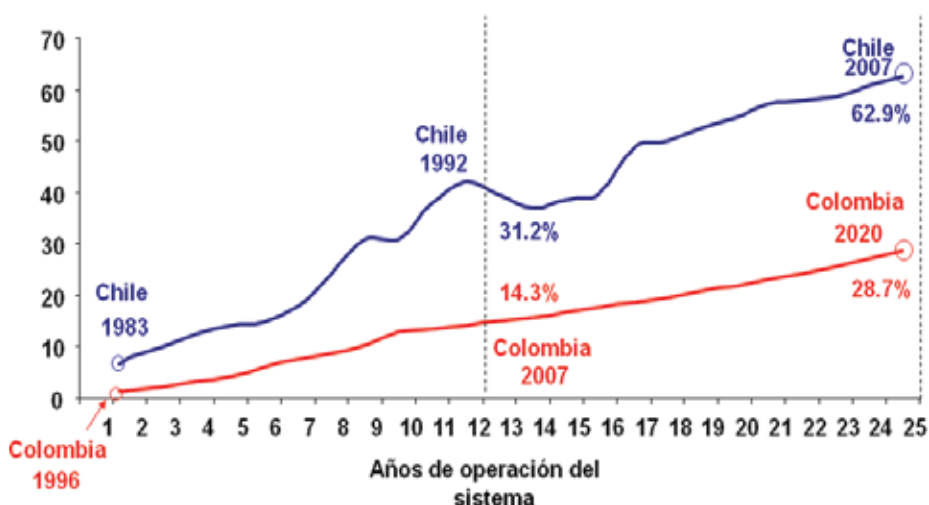
Sin importar el tipo de régimen para el futuro jubilado, la estrategia de inversión de los aportes por parte de los fondos privados o el I.S.S. era similar pues se encontraba amarrada a la legislación por parte de la Superintendencia Financiera y el Gobierno respectivamente. En este caso el portafolio de inversión era el mismo sin importar las características del afiliado tales como edad, sexo, número de hijos, estado civil, número de años de cotización. Todo esto convirtió a las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensión Obligatoria en vigilantes de los recursos como verdaderos estrategias de inversión, que es la razón de ser de una entidad que trabaja por comisión. El portafolio de inversión de los fondos de pensión obligatoria en Colombia estaba invertido principalmente en TES según la legislación, con casi el 50%

Actual sistema de pensión en Colombia

En mercados diferentes del colombiano –como en los casos de Perú o Chile que son el modelo referente de Latinoamérica– podemos ver que la importancia en el producto interno bruto del modelo chileno es del 62,9% frente al colombiano que es del 28,7%, sabiendo que en estos países la inversión por parte de las sociedades administradoras de pensión obligatoria no está restringida en la regulación de la inversión, y al igual que las socieda-

des colombianas ganan comisión sobre las utilidades en las inversiones de portafolio o los recursos de los fondos, cuanto mayor sea la rentabilidad mayor será la ganancia para la sociedad administradora de los fondos de pensión y por eso la importancia que juegan en estos países los fondos donde, además de invertir en el sector financiero o bursátil, también inviertan en empresas jóvenes hambrientas de capital y con gran potencial de crecimiento tanto interna como externamente. El Gráfico 3 presenta la tendencia de las pensiones obligatorias.

Gráfico 3. Evolución pensiones obligatoria de las AFP (% PIB)



Fuente: Superintendencia Financiera y Banco Central de Chile

Para analizar el valor de portafolio del fondo de pensión obligatoria del modelo anterior a 2011 se debe valorizar en el largo plazo, pues en el corto las fluctuaciones de mercado presentaban múltiples situaciones internas y externas del país las cuales afectan el valor de los TES y reflejan una variación de corto plazo a favor o en contra del futuro pensionado.

Dado lo anterior y de acuerdo con los resultados de la investigación *Impacto financiero de las fluctuaciones de mercado en portafolios concentrados en títulos de tesorería nacional en los fondos de pensiones*, en términos generales los sistemas de pensiones se pueden analizar desde tres puntos de vista:

1. Cobertura: dirigida a la proporción de adultos mayores cubiertos por el sistema.
2. Suficiencia: referente a los beneficios otorgados por el sistema, para que en el momento de recibir la pensión no se afecte su poder adquisitivo.

3. Sostenibilidad: encaminada a la capacidad del sistema en el largo plazo de ser autosuficiente para no afectar las finanzas del Estado y de la sociedad.⁸

Para lograr optimizar estos tres puntos en el largo plazo se debe buscar la libertad de inversión por parte de las sociedades administradoras de portafolios de inversión en los fondos de pensión obligatoria para así incentivar la mayor rentabilidad en los recursos y que estas cumplan su misión de comisionistas y banca de inversión y logren sostenibilidad en el largo plazo, disminuir los costos de los aportes para una mayor cobertura e incentivar la formalidad tanto en empresarios como independientes. Se ha visto que otros países de Suramérica como Chile y Perú lograron un mayor desarrollo a partir de este punto. Estos factores reunidos atraen nuevos intermediarios en el mercado para desarrollar diferentes productos y estrategias tanto para el mercado de valores como para el financiero con el fin de mejorar la suficiencia de los futuros pensionados. El sistema anterior a 2011 no diferenciaba la inversión del portafolio de los fondos de las personas como edad, sexo, estado civil, situaciones que con el sistema multifondos se tratan de corregir y para tal fin crearon tres tipos de inversión o fondos de acuerdo con el perfil individual de los aportantes o futuros pensionados:

1. Conservador: Está conformado por las personas que están a punto de convertirse en jubilados. Este portafolio está concentrado principalmente en inversiones con poca exposición a variaciones de mercado que afecten su valor, y genera una rentabilidad baja.
2. Moderado: Este es el conformado por las personas que no son muy jóvenes ni están próximas a jubilarse, es un portafolio muy similar al de antes de 2011 en donde la inversión en renta fija y renta variable es aproximadamente una combinación de 50% cada una.
3. De riesgo: Este es el conformado por personas jóvenes con alta tolerancia al riesgo. Su portafolio estaría concentrado principalmente en renta variable con títulos muy sensibles a fluctuaciones de mercado, generando rentabilidades altas o también pérdidas.

Aunque los portafolios de inversión cambiaron, muchas características del sistema no, generaron problemas de sostenibilidad que ya se tenían con el modelo anterior y que se exponen a continuación:

Costos del sistema

Para un trabajador independiente en Colombia cuyos ingresos sean ligeramente superiores a un salario mínimo (aun para empleados de altos ingresos) los aportes a pensión y salud en el caso de los independientes representan más del 25% de su ingreso real y para los trabajadores con contratos laborales e ingresos altos significan una carga financiera demasiado alta, tanto para el empleador como para el trabajador, teniendo en cuenta para los empresarios

8 Invesfinancieros: Investigación del impacto financiero de las fluctuaciones de mercado en portafolios concentrados en títulos de tesorería nacional en los fondos de pensiones, página 2.

los costos parafiscales. Sistemas de pensión en países como Chile y Perú disminuyeron estos costos a los trabajadores y lograron considerables mejoras en relación con la sostenibilidad.

Para mayor precisión conceptual queremos referirnos al análisis planteado por Sergio Clavijo presidente de Anif, en abril 11 de 2008. (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4 .Evolución de las contribuciones pensionales

COLOMBIA Ley 797 de 2003 (a 2008)		Carga acumulada
1% Subsidio ancianos pobres **		18,5%
0.5% Fondo de Solidaridad Pensional *		17,5%
0.5% Subsidio ancianos pobres *		17,0%
1.5% Garantía de Pensión Mínima		16,5%
1% Admin.y promoción		15,0%
2% Seguros		14,0%
12% Cuenta Individual		12,0%

*Aportes para 4<SML<16.
** Aportes para SML>20.

Nota: Aportes a cuenta individual solo entre 65% y 73%

Fuente: *Ahorro de largo plazo y estructura financiera: el caso de Colombia*, Sergio Clavijo, presidente de Anif, abril 11 de 2008

Los fondos de pensiones fueron creados con el objeto de promover el ahorro en los trabajadores para su vejez y de terminar con la crisis de desfinanciación que existía en el sistema pensional, que usaba los aportes de una generación para cubrir la anterior. Los sistemas pensionales deben tener en cuenta factores de riesgo individuales mas no estándares, como actualmente sucede en el mercado colombiano, es decir, el portafolio de inversión para la pensión de un joven soltero de 23 años no puede ser igual para un joven casado de la misma edad con igualdad de ingresos para ambos casos. El sistema actual de aportes en los fondos de pensiones genera poca cobertura en el largo plazo, incertidumbre en la rentabilidad y pocas expectativas de desarrollo. Los fondos de pensión en Colombia deben buscar una mayor profundización financiera a través de la banca de inversión en proyectos de infraestructura, títulos nuevos en el mercado de capitales y una mayor eficiencia del ahorro. “Para lograr los niveles deseados de crecimiento del PIB per cápita, es necesario alcanzar una mayor profundización financiera reflejada en mayores tasas de bancarización, un mayor desarrollo del mercado de capitales, y un uso más eficiente del ahorro. Un sistema financiero más desarrollado es crucial para mejorar la posición competitiva de Colombia

en la economía global, sostener altas tasas de crecimiento económico, reducir el riesgo de crisis económicas futuras y/o disminuir sus costos”.⁹

“A pesar de su alcance potencial, los fondos de pensiones en Colombia tienen un porcentaje muy alto de sus activos en deuda pública, por lo que resulta fundamental diversificar su portafolio, especialmente en acciones e inversiones alternativas”¹⁰. Los títulos de tesorería nacional, aunque representan un papel muy bueno de inversión en el mercado de valores nacional e internacional, han quitado interés a la inversión de acciones de las empresas o la creación de diferentes instrumentos financieros para la profundización del mercado en Colombia, en donde la bolsa de valores es aún muy pobre frente a los mercados internacionales.

El hecho de que los fondos de pensiones no tengan mayores posiciones en acciones, bonos corporativos, u otras inversiones, puede reflejar, en principio, una decisión guiada por las preferencias de los inversionistas y/o una oferta insuficiente de papeles adecuados para inversión.

Sin embargo, esta situación también refleja el resultado de aspectos regulatorios, y específicamente de los requisitos de rentabilidad mínima. En efecto, la existencia de un requisito de rentabilidad mínima tiene efectos indeseados por las siguientes razones: a) la rentabilidad mínima se calcula con referencia al rendimiento promedio del sistema, generando un efecto manada por el cual los fondos tienden a mantener los mismos activos; y b) el requisito de rentabilidad mínima incentiva a los administradores de los fondos de pensiones a asumir comportamientos excesivamente adversos al riesgo, puesto que el requerimiento es asimétrico: hay pocos beneficios para el administrador del fondo si los retornos están por encima del promedio, pero los costos son altos si los retornos caen significativamente por debajo del promedio. Estas restricciones reducen los incentivos de los fondos para invertir en activos de mayor riesgo tales como acciones, deuda de alta rentabilidad o activos vinculados a proyectos de infraestructura.

A manera de conclusión planteamos que el resultado son menores retornos en el largo plazo, con importantes pérdidas para los ahorradores de los fondos de pensiones cuando las tasas de retorno más bajas se capitalizan sobre períodos extensos: una reducción en el retorno de 1% por año puede resultar en una reducción cercana al 20% en el valor presente de la riqueza al momento de retiro (calculado sobre un período de 35 años con contribuciones constantes).¹¹

9 Informe Nacional de Competividad 2007 – Consejo Privado de Competividad

10 Informe Nacional de Competividad 2007 – Consejo Privado de Competividad

11 Informe Nacional de Competividad 2007 – Consejo Privado de Competividad – Los fondos de pensiones

Bibliografía

Fuentes electrónicas

1. José Alonso (2010), La expectativa de vida de las mujeres es mayor que la de los hombres, Web: Sanar "Salud y Vida Sana". Recuperado el 26 de marzo de 2010, de: <http://www.sanar.org/noticias/expectativa-de-vida-de-las-mujeres>
2. Sistema de Seguridad social Integral (1993), Requisitos para obtener la pensión de vejez, ley 100 de 1993, artículo 33. Web: Gerencie.com. Recuperado el 28 de agosto de 2008, de: <http://www.gerencie.com/requisitos-para-obtener-la-pension-de-vejez.html>
3. Ministerio de Hacienda y Crédito Público, República de Colombia (2008), Generalidades TES, Web: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Recuperado el 27 de enero de 2008, de: <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/MinHacienda/irc/financiamiento/FinanciamientoInterno/Documentos%20TES/GENERALIDADESTES.PDF>
4. Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (2010), Ochenta años del mercado de valores en Colombia, Web: Bolsa de Valores de Colombia, Recuperado Julio 9 de 2010, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/80+A%C3%B1os+del+Mercado+de+Valores+en+Colombia>
5. Wikipedia la enciclopedia libre (2011), Arthur Andersen, Web: Wikipedia la enciclopedia libre, Recuperado el 11 de enero de 2011, de: http://es.wikipedia.org/wiki/Arthur_Andersen
6. Profesional.com (2006), Escándalo financiero en los Estados Unidos, información económica iProfesional.com, Web: iProfesional.com. Recuperado el 26 de julio de 2006, de: <http://www.iprofesional.com/notas/30607-Escandalo-financiero-en-los-Estados-Unidos.html>
7. Consejo privado de competitividad (2007), Informe nacional de competitividad 2007, Web: Consejo privado de competitividad Colombia. Recuperado el 11 de noviembre de 2007, de: <http://www.compitem.com.co/spccompitem/resources/getresource.aspx?ID=193>

Investigaciones

1. Investfinancieros (2008), Impacto financiero de las fluctuaciones de mercado en portafolios concentrados en títulos de tesorería nacional en los fondos de pensiones, página 2