

Recomendaciones para la modificación del régimen de pensiones obligatorias de Colombia*

Alejandro Reveiz*
Carlos León♦
Juan Mario Laserna♥
Ivonne Martínez^

Resumen

Este documento evalúa la regulación vigente relacionada con la administración de los portafolios de los Fondos de Pensiones Obligatorios (FPO), para esto revisa la literatura relacionada con la eficiencia del Sistema dadas sus actuales restricciones. Se concluye que el marco regulatorio de las inversiones de los FPO restringen el retorno esperado y hace que los administradores de portafolios no accedan a niveles superiores de retorno por unidad de riesgo con mayores beneficios de diversificación. Así mismo se limita la capacidad del administrador de construir portafolios que reflejen el perfil de riesgo del afiliado. Se muestra que la fórmula de rentabilidad mínima genera incentivos perversos para que las AFP's no incurran en riesgo llevando a los Administradores a estrategias que sincronicen los retornos de los portafolios para minimizar el impacto de la incertidumbre generado por la fórmula de rentabilidad mínima. Las propuestas van en el sentido de flexibilizar las inversiones y adecuarlas de acuerdo al perfil de riesgo de los cotizantes utilizando el esquema de Multifondos implementando en otros países de la región

Clasificación JEL: G18, G11, G23

Palabras claves: Regulación de los Fondos de Pensiones Obligatorios, Fronteras eficientes, Multifondos, Portafolio de referencia.

* Los análisis y puntos de vista expresados en este documento, no reflejan la posición de la Junta Directiva del Banco de la República, y son exclusiva responsabilidad de los autores. Agradecemos la colaboración y comentarios de Alberto Musalem, Salvador Valdes, Santiago Montenegro, Ligia Helena Borrero, Claudia Correa, María Fernanda Suárez, Sandra Gómez, Angela Fino, Carlos Muñoz, Eduardo Orejuela, Sonia Santamaría, Mateo Ossa, Leyla Castillo, Silvia Juliana Mera, David Salamanca, Freddy H. Castro, Jenny Alvarez, María Carolina Gómez, Felipe Lega, María Alejandra Buitrago y Catalina Baez.

* Investigador Principal. Subgerencia Monetaria y de Reservas. E-mail: areveihe@banrep.gov.co

♦ Profesional Experto en Apoyo de Liquidez y Control de Riesgos del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados de la Subgerencia Monetaria y de Reservas. E-mail: cleonrin@banrep.gov.co

♥ Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. E-mail: jlaserja@banrep.gov.co

^ Investigadora Junior. Subgerencia Monetaria y de Reservas. E-mail: imartiac@banrep.gov.co

1 Introducción

Como resultado de su rápido crecimiento, los Fondos de Pensiones Obligatorios (FPO) han adquirido gran importancia en los mercados financieros. Además, es indudable el importante papel que cumplen en la sociedad, como responsables de los beneficios pensionales futuros de sus cotizantes.

Los estudios elaborados sobre el desempeño de los portafolios de los FPO en Colombia concluyen que son financieramente ineficientes (Jara, Gómez y Pardo, 2005; Reveiz y León, 2008), no guardan coherencia con los perfiles de riesgo y preferencias de sus cotizantes, al tiempo que las medidas existentes para evaluar su desempeño no contribuyen a alinear los intereses de los afiliados con los de sus administradores. Estos análisis atribuyen gran parte de la responsabilidad al marco regulatorio vigente (Laserna, 2007).

El presente documento plantea, desde la perspectiva técnica, una propuesta de modificación al componente de administración de activos, que sirva como marco de discusión a todos los agentes interesados, tanto públicos como privados, centrada en mejorar el desempeño de los FPO para beneficio de sus afiliados y administradores, al tiempo que contribuya al desarrollo y estabilidad de los mercados financieros en general.

Además de esta introducción, este documento tiene 5 capítulos. En el segundo se presentan cifras sobre la evolución de los FPO en Colombia. En el tercero se realiza un recuento de las mejores prácticas recomendadas por los organismos internacionales para regular los Fondos de Pensiones, y se identifican y analizan algunas características de la regulación colombiana. En el cuarto capítulo se realiza una revisión de la literatura relacionada con los fondos de pensiones en Colombia, El quinto analiza el impacto de la fórmula de rentabilidad mínima. Por último, en el capítulo sexto se presentan las conclusiones y recomendaciones.

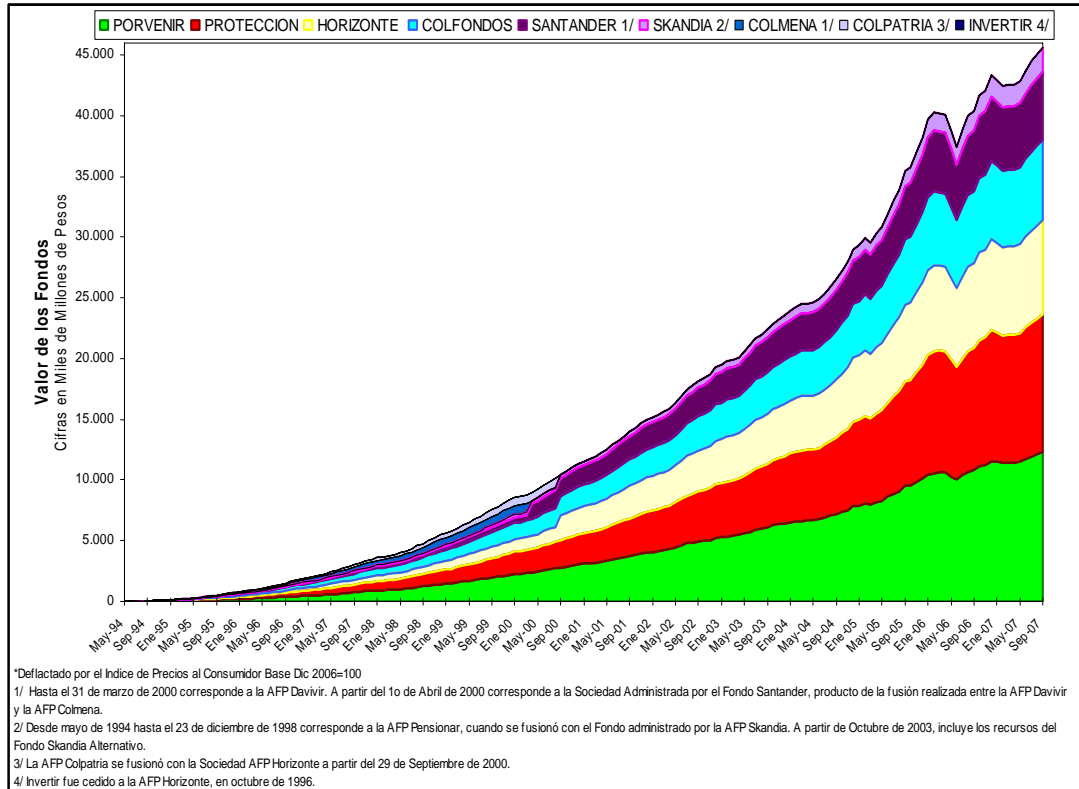
2 Evolución de los FPO en Colombia

Desde su creación, los FPO han mostrado un rápido crecimiento. A septiembre de 2007, el valor de los fondos asciende a \$47.7 billones de pesos, cifra equivalente al 15% del PIB.

Es indudable el impacto que los fondos privados han tenido en el desarrollo y crecimiento del mercado de capitales en Colombia especialmente en el auge del mercado de deuda pública de la última década (Gómez, Jara, Pabón, 2006). A agosto de 2007, alrededor del 46% del portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) está invertido en títulos de deuda pública interna, 90% del cual corresponde a TES (\$19,6 billones), indicio de una alta concentración en el portafolio de los FPO por tipo de activo y emisor. Consistente con esta distribución, las inversiones en moneda local constituyen aproximadamente el 87% del valor del portafolio de los FPO¹.

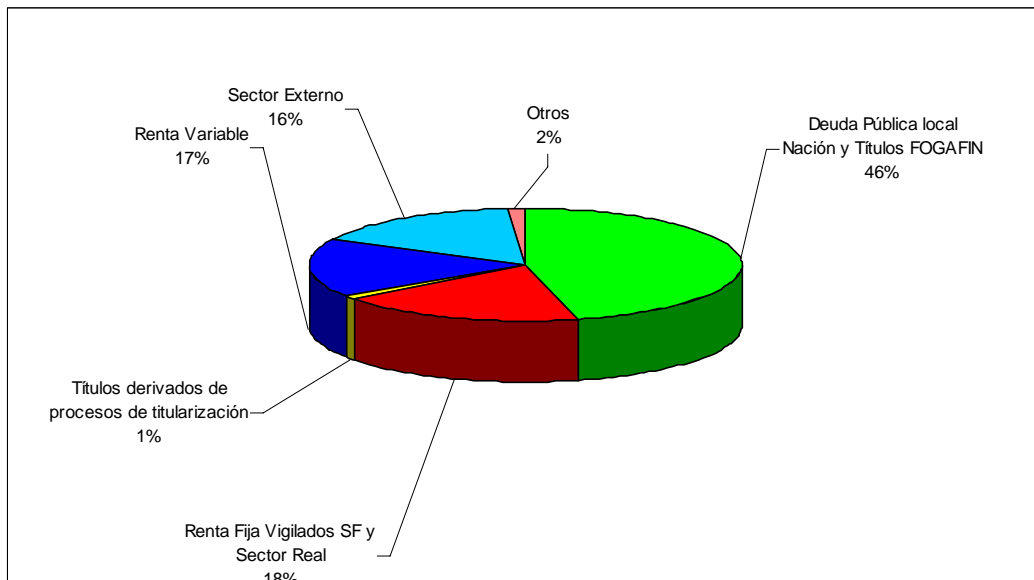
¹ A agosto de 2007 72.76% de los Portafolios de los FPO estaban representados en pesos y 14.03% en UVR.

Gráfico No.1
Evolución del valor de los fondos de pensiones en términos reales
Mayo 1994 – Septiembre 2007



Fuente: cálculos de los autores, con base en Superintendencia Financiera de Colombia y DANE.

Gráfico No.2
Composición del portafolio de las AFP (Agosto 2007)

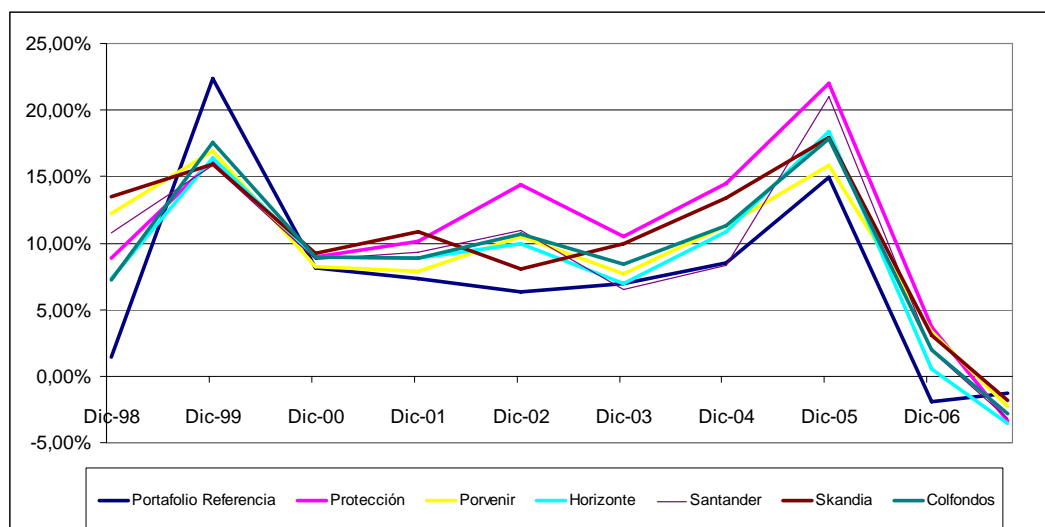


Fuente: cálculos de los autores, con base en Superintendencia Financiera de Colombia.

Entre 1998 y el 2005, la rentabilidad real de los FPO, medida como el promedio de los retornos mensuales, presentó una alta volatilidad, aunque durante todo este período arrojó rendimientos anuales positivos. Desde comienzos del 2006, el desempeño

financiero de los fondos muestra una clara tendencia decreciente y en los últimos meses han obtenido retornos negativos en términos reales.

Gráfico No.3
Rentabilidad real anual de los FPO *



Fuente: cálculos de los autores, con base en Superintendencia Financiera de Colombia y DANE .
* Retornos anuales deflactados por la variación en el IPC.

La significativa reducción en la rentabilidad de los FPO, así como su alta volatilidad, constituyen señales de la existencia de deficiencias estructurales en la gestión de activos por parte de las AFP.

Como se mencionó, los diversos estudios realizados responsabilizan a la regulación vigente del pobre desempeño de los fondos. En consecuencia, en el siguiente capítulo se presenta un resumen de los principios y mejores prácticas recomendadas por la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica (OECD) para regular fondos de pensiones, con base en los cuales, apoyados en los estudios recientes realizados por el Banco de la República, se hace un recuento de los factores en el marco legal colombiano que posiblemente han afectado la gestión de los FPO.

3 Regulación de los fondos de pensiones

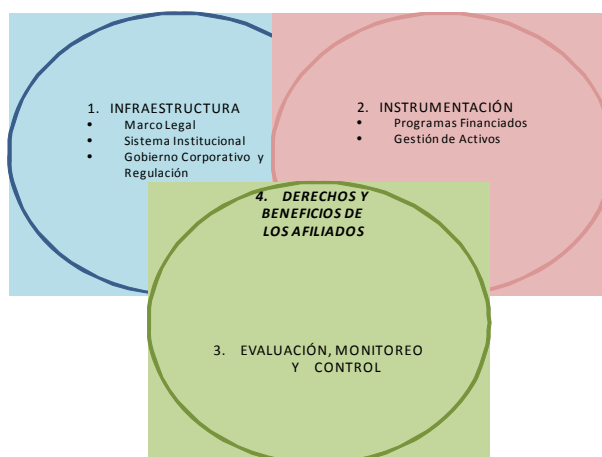
3.1 Principios básicos para una regulación eficaz de los fondos de pensiones

La regulación de todo Sistema de Pensiones (SP) debe estar cimentada en unos principios claros y orientados al cumplimiento de su objetivo fundamental: servir como una fuente segura de ingreso para el retiro de sus afiliados. De acuerdo con los trabajos realizados por la OECD (2003, 2006) existen siete principios básicos que constituyen las mejores prácticas para la regulación y supervisión de los SP². En este trabajo se han clasificado tales principios en tres pilares esenciales: a) infraestructura, b)

² OECD (2003) y OECD (2006).

instrumentación y c) evaluación, monitoreo y control, a continuación se desarrollan cada uno de ellos.

Gráfico No.4
Principios básicos en la regulación de los FPO



Fuente: Elaboración de los autores con información de la OECD

3.1.1 Infraestructura

El punto de partida para la implementación de un SP comprende la definición del marco legal e institucional sobre el cual se soportará el sistema. Los principios básicos a este respecto son:

- Marco legal:** definición de un marco legal sólido, con reglas transparentes y de fácil implementación que incluya la totalidad de los agentes que participan en el sistema y que consulten las características del entorno económico. La regulación debe ser estable, pero debe poder adaptarse de forma dinámica y flexible a modificaciones en las normas relevantes, por ejemplo a cambios en las reglas laborales, con el fin de asegurar la protección de los miembros y de sus beneficiarios. Así mismo, la regulación debe promover la competencia entre los diferentes operadores, lo cual beneficia a los usuarios y facilita el desarrollo y solidez de los FPO, y la estabilidad de la economía como un todo. La aplicación de este principio presupone un apropiado funcionamiento del sector financiero y del mercado de capitales.
- Sistema Institucional:** definición de las entidades financieras que administran los FPO. Se requiere de un sistema institucional funcional, con adecuadas normas legales, contables, financieras, técnicas y de gestión, pero sin cargas administrativas excesivas. Las administradoras deben contar con planes financieros y de negocios apropiados, estrategias de políticas e inversión, descripción detallada de los mecanismos de control e idoneidad de los recursos humanos y técnicos para llevar a cabo sus actividades.
- Gobierno corporativo y regulación:** establecimiento de normas que permitan evaluar la capacidad del administrador y de los lineamientos de las AFP en

materia de gobierno corporativo y de autorregulación, así como de la regulación de conflictos de interés y de “murallas chinas”.

3.1.2 Instrumentación

La financiación del SP a nivel social y la gestión de activos constituyen las funciones básicas de los fondos de pensiones, las cuales se complementan entre sí, de allí la importancia de su adecuada regulación.

a. Programas financiados: la primera función se refiere a la viabilidad financiera en general del SP. Teniendo en cuenta la función social que cumplen las pensiones como generador de los ingresos necesarios para el retiro, debe asegurarse que el sistema sea capaz de cumplir con los beneficios sociales que ofrece. Es claro que en los planes de contribución definida es el trabajador quien asume el riesgo en caso de que no se cumplan las metas. Sin embargo, la existencia de normas mediante las cuales el gobierno garantiza al menos una parte de la mesada del trabajador en la etapa de retiro, sugiere que deben promoverse reglas que minimicen la posibilidad de que el Estado termine financiando dichos programas. En este orden de ideas, la regulación debe establecer:

- La evaluación periódica de los beneficios.
- La cuantificación de los pasivos mediante estudios actuariales y su distribución en el tiempo.
- Normas a través de las cuales se garanticen los derechos de los afiliados del FPO y se aseguren que los activos de los fondos al menos igualaran todos los beneficios ofrecidos en el evento en que el fondo tuviese que liquidarse definitivamente.

b. Gestión de activos: la gestión de los activos constituye la principal función de un fondo de pensiones. El objetivo de la función de inversión debe ser el de generar los máximos retornos posibles de acuerdo con la estructura de sus pasivos, sus necesidades de liquidez y la tolerancia de riesgo de sus afiliados. La regulación debe identificar un conjunto de principios prudenciales, incluyendo el de seguridad, rentabilidad (rendimiento) y liquidez del portafolio como un todo, a partir de estrategias de administración de riesgo tales como la diversificación de las inversiones y el enfoque ALM (*Asset Liability Management*) o de calce (*matching*) entre activos y pasivos. Específicamente, la OECD define lineamientos para el manejo prudente de los portafolios y la determinación de las políticas de inversión de los FPO. Las principales recomendaciones de la OECD en esta materia son:

- Definir reglas prudenciales, procedimientos y controles (*standard prudent person rules*) dirigidas a los administradores de los FPO a fin de asegurar que la inversión de los activos se realizará de forma prudente y cuidadosa, con la habilidad y destreza técnica requerida, y con la debida diligencia.
- El desarrollo por parte de los administradores de un documento escrito en dónde se defina la política general de inversión y los objetivos consistentes con las metas de ingreso, las características de los pasivos

del fondo y el grado de riesgo de cada uno, acorde con las características y requerimientos de sus beneficiarios, las cuales deberán ser revisadas periódicamente.

- Establecer estrategias de financiación que aseguren que las contribuciones y los retornos de las inversiones calzarán con los pasivos potenciales en la medida en que maduren las inversiones.
- Definir las decisiones tácticas sobre la distribución de activos, selección de los valores de inversión y ejecución de las negociaciones.
- Establecer un proceso de administración de riesgo que cuantifique y controle el riesgo del portafolio, al tiempo que asegure un manejo de activos y pasivos integrado y coherente.
- Determinar límites al portafolio. El marco legal debe incluir los niveles máximos de inversión por categoría de activos en la medida que ellos promuevan y sean consistentes con los principios prudenciales de seguridad, rentabilidad, y liquidez. El marco legal puede también incluir una lista de los activos y mercados admitidos, a fin de que ciertas categorías sean estrictamente limitadas, pero sin que se incluya un nivel mínimo de inversión.
- Debe impedirse la fijación de límites de portafolio que no permitan realizar una adecuada diversificación o que impidan el uso de ALM o de otras metodologías de manejo de riesgo. Por consiguiente, debe ser viable la inversión en activos del exterior, y el uso de derivados en la medida en que faciliten el calce de las características entre activos y pasivos, tales como madurez, duración y moneda de denominación. Sin embargo, debe prohibirse el uso de derivados mediante los cuales el fondo adquiera compromisos ilimitados, así como la inversión en activos emitidos por un mismo emisor o grupo financiero que exponga al fondo a un riesgo de concentración excesivo.
- Por último, la OECD recomienda la promulgación de normas legales que establezcan una base apropiada, transparente, consistente y pública para valorar los activos de los fondos con fines contables, elaboración de reportes actuariales y financieros a partir de la utilización de precios de mercado.

3.1.3 Evaluación, monitoreo y control

La principal responsabilidad de la autoridad de supervisión es la de adoptar las medidas apropiadas para que los FPO sean gestionados y administrados de acuerdo con los intereses de los participantes y de sus beneficiarios. Una supervisión eficaz debe enfocarse en el cumplimiento de las normas legales, en el control financiero, la evaluación actuarial y la evaluación de los administradores. Se deben establecer los organismos de supervisión apropiados, con los asesores técnicos adecuados y una correcta financiación, con el fin de liderar una supervisión interna o externa cuando sea necesaria, especialmente en los eventos en que se hayan identificado problemas. Los organismos de supervisión deben estar dotados con los poderes de regulación y supervisión adecuados para que puedan prevenir liquidaciones originadas en irregularidades en los métodos de distribución y costos (*miss-selling*).

3.1.4 Derechos y beneficios de los afiliados

Que la regulación del SP esté correctamente cimentada en los tres pilares antes mencionados redundará en el logro de una serie de derechos y beneficios de los afiliados:

- a. La regulación debe asegurar la transparencia sobre los derechos y beneficios de los afiliados, la cual constituye un punto crítico para la eficiencia y solidez de cualquier fondo de pensiones. Usuarios informados y educados pueden ejercer una importante función de monitoreo en el gobierno corporativo de una AFP.
- b. La regulación debe garantizar un acceso no discriminatorio a los fondos, de manera que las normas deben estar enfocadas a evitar exclusiones basadas en consideraciones de edad, salario, género, período de servicio, tiempo de empleo, etc.
- c. El marco legal debe promover la evaluación periódica del grado de ajuste de los fondos privados en términos de riesgos, beneficios y cobertura, especialmente en los casos en que estos desempeñan una función pública al sustituir los esquemas gubernamentales y cuando la contribución a estas entidades es obligatoria (establecida por Ley).
- d. Las normas regulatorias deben garantizar una revelación apropiada de las reglas, los costos y beneficios de los FPO. Se debe garantizar la publicación de la estructura de comisiones, rendimiento de los planes ofrecidos y modalidades de beneficios. El acceso a ésta información deberá ser fácil y oportuna por parte de cada participante.
- e. La revelación de la información sobre el fondo, junto con la educación a los usuarios, contribuye a que éstos comprendan el grado en el cual el fondo estará en capacidad de ofrecerle un nivel satisfactorio de ingreso en la etapa de retiro; el grado en que el fondo asume riesgo y su responsabilidad en el logro y protección del ingreso esperado; y las decisiones que requiere tomar sobre el tiempo y la forma en que el beneficio será entregado en la etapa de retiro.

3.2 El marco regulatorio colombiano

Los fondos de pensiones privados colombianos tuvieron origen en la Ley 100 de 1993 o Ley de Seguridad Social, mediante la cual se estableció el Sistema General de Pensiones, y se creó el nuevo Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad. Dicha Ley y sus decretos reglamentarios constituyen el marco legal mediante el cual se establecieron los principios básicos que rigen el Sistema Pensional en Colombia³.

Mediante la Ley 100 se precisaron los objetivos del Sistema General de Pensiones: *“garantizar a la población, el amparo contra las contingencias derivadas de la vejez, la invalidez y la muerte, mediante el reconocimiento de... pensiones y prestaciones...”*⁴. Así mismo, se fijaron sus características; se establecieron las bases normativas para la constitución y el funcionamiento de las AFP; los planes de pensiones que éstas ofrecen; la inversión de los recursos de los fondos; se crearon indicadores de rentabilidad mínima para su evaluación; las condiciones para la revelación de información; y se

³ / En el tema relativo al Sistema General de Pensiones, la Ley 100 de 1.993, fue modificada por las Leyes 797 y 860 de 2003.

⁴ Artículo 10 de la Ley 100 de 1993, mediante la se creó el sistema de seguridad social integral en Colombia.

otorgaron facultades a la Superintendencia Bancaria (ahora Superintendencia Financiera) para fijar las comisiones que cobrarían las AFP a sus afiliados, para su vigilancia y control y para desarrollar la regulación prudencial de estos organismos.

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, parecería que la administración y funcionamiento de los fondos de pensiones privados en Colombia fue dotado de un marco legal adecuado. Sin embargo, como ya se mencionó, varios trabajos desarrollados en los últimos años han identificado importantes falencias en el marco regulatorio de dicho sistema, las cuales se relacionan fundamentalmente con los principios básicos para una eficiente gestión de los activos y para la transparencia en los beneficios y derechos de los afiliados de los FPO. Este estudio se limita estrictamente al tratamiento de estos dos principios.

4 Resumen de literatura relacionada con fondos de pensiones en Colombia

A continuación, según los estudios realizados sobre el tema, se enumeran las principales deficiencias identificadas en el manejo de los portafolios de los FPO:

- a. Los portafolios de los FPO son financieramente ineficientes dentro del marco regulatorio bajo el cual trabajan; es decir, con el mismo riesgo de mercado que toman, podrían aumentar sus rentabilidades esperadas (Jara, Gómez y Pardo, 2005).
- b. La regulación actual no tiene en cuenta el manejo del riesgo del portafolio de los FPO y se limita a restringir las inversiones a activos que no sean altamente riesgosos (Martínez y Murcia, 2007).
- c. No existe una gestión de riesgo basada en una estrategia de calce (*matching*) de activos y pasivos (*ALM-Asset Liability Management*), por consiguiente las inversiones no guardan coherencia con el perfil de los beneficiarios, es decir, con sus futuros pasivos o con su perfil de riesgo. Lo anterior, a pesar que la Ley 100 en su Artículo 91 prevé que "Las administradoras podrán ser autorizadas para constituir y administrar simultáneamente varios planes de capitalización o de pensiones dentro del régimen, siempre y cuando acrediten ante la Superintendencia Bancaria la capacidad administrativa necesaria para el efecto".
- d. Aún cuando la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) exige a los FPO la valoración del riesgo ante cambios abruptos en el precio de los activos mediante el cálculo diario de una medida de valor en riesgo (VeR), la regulación no impone niveles máximos de esta medida, ni tampoco divulga su información (Martínez y Murcia, 2007).
- e. La SFC, con el propósito de que los portafolios cuenten con la requerida seguridad, rentabilidad y liquidez, determina el tipo de activos en los cuales las AFP pueden invertir los recursos de los FPO, para ello define el universo de inversiones admisibles, establece límites máximos por tipo de instrumento y acota el riesgo crediticio, definiendo calificaciones mínimas por emisor y emisión⁵ (Laserna, 2007). Dentro de estos límites y lineamientos cabe resaltar la restricción de la exposición a los activos externos a un máximo del 20%, lo cual reduce notablemente la eficiencia potencial de los portafolios

⁵ Título IV, de la Circular Básica Jurídica.

(Jara, Gómez y Pardo 2006). En consecuencia, los portafolios se encuentran concentrados en activos internos con retornos altamente correlacionados, sin que este mayor riesgo se refleje en una mayor rentabilidad. (Martínez y Murcia, 2007).

- f. La definición de rentabilidad mínima (RM) determina un atractor, por el cual, mientras más estricto sea el factor multiplicador⁶, más se acerca el portafolio “óptimo” para la AFP al portafolio que defina la rentabilidad mínima (Jara, 2006). De esta forma, la posibilidad de caer por debajo de la RM genera incentivos para no alejarse de las decisiones de inversión de la competencia y de invertir en títulos de deuda pública (Laserna, 2007).
- g. Con base en lo dispuesto por los artículos 20 y 104 de la Ley 100, las comisiones que actualmente cobran los AFP por administrar los fondos se calculan como un porcentaje de los aportes realizados mensualmente de acuerdo con el salario del trabajador. Así, la comisión se paga solo una vez por cada peso aportado, sin importar si es administrado por un año o por treinta años. Además, la comisión por administración no hace referencia al monto de ahorro de los afiliados, que puede afectar los costos de administración de los fondos. Por último, las AFP no pueden cobrar comisión variable según los rendimientos del fondo, lo cual puede afectar el incentivo de escoger portafolios eficientes (Jara, 2006).
- h. La reglamentación incluye la aplicación de un índice de solvencia que sesga las inversiones hacia títulos de deuda emitidos por la nación (TES). Este pueda generar incentivos para alejarse de los portafolios con mejor perfil de riesgo y retorno.
- i. Se han identificado deficiencias en la metodología de valoración y contabilización de los portafolios, lo cual genera dudas sobre la conveniencia de continuar utilizando la rentabilidad promedio del sistema como indicador de evaluación del desempeño de los fondos. Al respecto, se han logrado evidenciar las siguientes deficiencias:
 - Los precios de los bonos corporativos que tienen rendimientos variables atados a IPC, se mantienen invariables por largos períodos de tiempo.
 - La falta de profundidad y liquidez en algunos tramos de la curva de rendimientos del mercado de deuda pública ha inducido la introducción de filtros en los modelos de valoración de los TES, lo cual genera desviaciones en el precio de los activos.
 - No se han definido modelos estandarizados para la valoración de todos los derivados. En el caso de notas estructuradas, no solo cada AFP, sino cada operación, debe estar respaldada por una metodología previamente aprobada por la Superfinanciera.

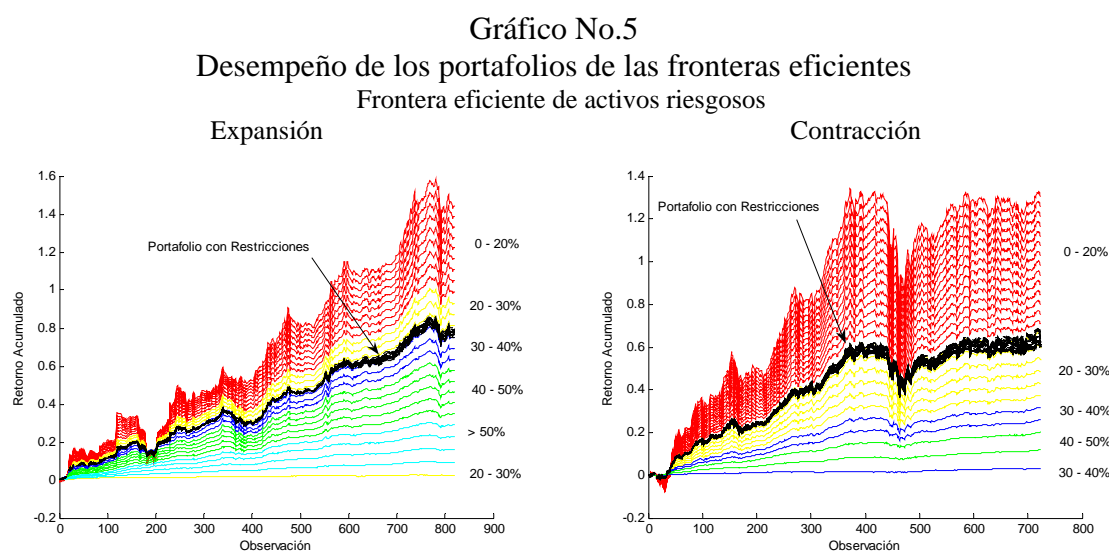
La ineficiencia de los fondos de pensiones es un problema que puede tener consecuencias graves en el largo plazo. Esta puede generar una reducción drástica del

⁶ De acuerdo con artículo 2^o del decreto 2664 de 2007, y la reglamentación expedida por la SFC, la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, es la que resulte inferior entre: a). El 70% del promedio simple del retorno promedio obtenido por los FPO en el período de cálculo correspondiente, ponderado por el tamaño de cada fondo; el retorno del índice accionario del IGBC; el retorno (en pesos) del índice accionario S&P 500; y el retorno del portafolio de referencia, definido por la SFC y b). El promedio simple de los mismos factores enumerados anteriormente, disminuido en 260 puntos básicos

ahorro pensional y afectar el normal funcionamiento de los mercados financieros y su estabilidad (Jara, 2006). En la medida en que los portafolios de los fondos de pensiones crezcan, y sus administradores se constituyan en actores aún más importantes del mercado, un comportamiento en manada o algún tipo de reacción irracional o precipitada podrían afectar la estabilidad de los mercados financieros locales. Hay indicios de que la regulación actual no permite administrar los nuevos riesgos que enfrentamos; además portafolios poco diversificados son más sensibles a los ciclos económicos y suelen estar acompañados de rebalances frecuentes, afectando la volatilidad de los precios, incluyendo el de la moneda, así como el desempeño de otros intermediarios financieros (Laserna, 2007).

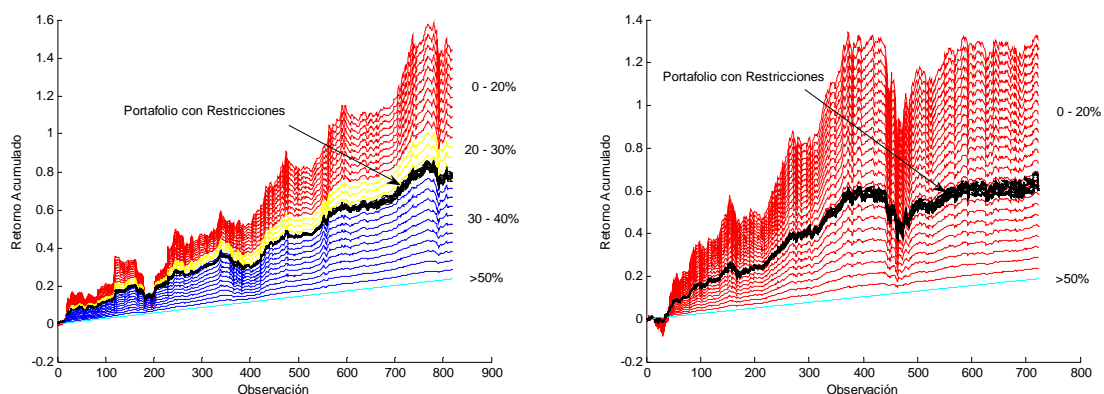
Finalmente, Reveiz y León (2008) analizan el perfil de eficiencia del sistema con las restricciones vigentes a Enero 2008. Al estudiar el desempeño de 25 portafolios eficientes – con y sin restricciones - como generadores de riqueza encuentran (i.) que los portafolios con restricciones se encuentran concentrados; i.e. las restricciones limitan tanto la capacidad del administrador de reflejar adecuadamente los perfiles de riesgo de los aportantes como la gestión activa del riesgo del portafolio y (ii) la posibilidad de segmentar los portafolios por rentabilidad acumulada y beneficio de diversificación o riesgo. Argumentan que “es evidente que tal segmentación podría replicarse para constituir fondos que respondan al grado de aversión al riesgo de los cotizantes. Por ejemplo, un cotizante cuyo momento de disfrutar la pensión se encuentra lejano, y que por tanto es menos adverso al riesgo, podría escoger un portafolio de mayor retorno esperado y riesgo, y menos diversificación; por el contrario, un individuo que esté próximo a pensionarse preferirá un perfil de bajo riesgo que asegure el valor de su fondo, para lo cual podrá escoger un portafolio de alta diversificación y bajo riesgo”.

El gráfico 5 presenta la evolución de los 25 portafolios eficientes en periodos de expansión o contracción del ciclo económico norteamericano⁷ donde cada uno de los portafolios corresponde una línea, la cual se clasificó por color según el beneficio de diversificación indicado a la derecha. En líneas negras se presenta el resultado para los portafolios eficientes con restricciones.



⁷ Con una muestra desde Enero del 2001 hasta Julio 2007

Frontera eficiente de activos riesgosos y libre de riesgo
Expansión Contracción



Fuente: Reveiz y León (2008)

De acuerdo con estos resultados, utilizando como medida de riesgo el *drawdown*, Reveiz y León (2008) proponen un esquema de multifondos que busque maximizar la riqueza a largo plazo.

La anterior conclusión, es consistente con la recomendación realizada por un estudio elaborado recientemente por el Banco Mundial (Heinz R, Hela C, Roberto R, Craig T. (2006)): desde la perspectiva de la gestión de portafolios, uno de los mayores problemas del sistema actual es que se ofrece para todos los trabajadores un solo portafolio, independientemente de su edad, ingreso, y otras características. En consecuencia, recomienda que el gobierno analice la posibilidad de ofrecer opciones de portafolio a los trabajadores en diferentes etapas de su ciclo de vida. Los trabajadores podrían escoger el portafolio que se ajustará mejor a sus necesidades, pero el gobierno debería suministrar los lineamientos apropiados para dicha selección. Las características de los diferentes fondos deben ser cuidadosamente diseñadas con el objeto de lograr selecciones de portafolio que sean coherentes con los intereses de largo plazo de los trabajadores.

5 Impacto de la rentabilidad mínima en el desempeño de los FPO

La definición de la estructura de comisiones de los fondos de pensiones está relacionada con la naturaleza de la rentabilidad mínima y las probabilidades de un administrador de tener que compensar pérdidas por debajo de ésta; i.e. una comisión negativa. Debido a que la fórmula de rentabilidad mínima en la actualidad está construida como función de un portafolio de referencia que no es conocido ex-ante por los administradores y el promedio del sistema su dinámica tiene una alta complejidad efectiva que combina elementos aleatorios y deterministas que resultan en una referencia impredecible para las administradoras y un incentivo a sincronizar los retornos de los portafolios para reducir la incertidumbre con respecto a la rentabilidad mínima.

Con el fin de evaluar el impacto de la fórmula de rentabilidad mínima (RM) en el desempeño de los FPO se desarrolló un modelo de simulación, el cual pretende replicar el comportamiento de 3 fondos (A, B y C) en diferentes escenarios de correlación entre A, B y C y la RM para diferentes escenarios de representatividad de cada fondo. Con

este propósito se realizaron tres ejercicios, en cada uno de los cuales se compararon tres diferentes alternativas para el cálculo de la RM:

- a. La primera, la RM combina el resultado del retorno de un portafolio de referencia o *benchmark* y el retorno promedio del sistema⁸ (fórmula que usa la SFC actualmente);
- b. La segunda, la RM está atada al retorno de un portafolio de referencia o *benchmark*;
- c. La última, la RM está atada al retorno promedio del sistema.

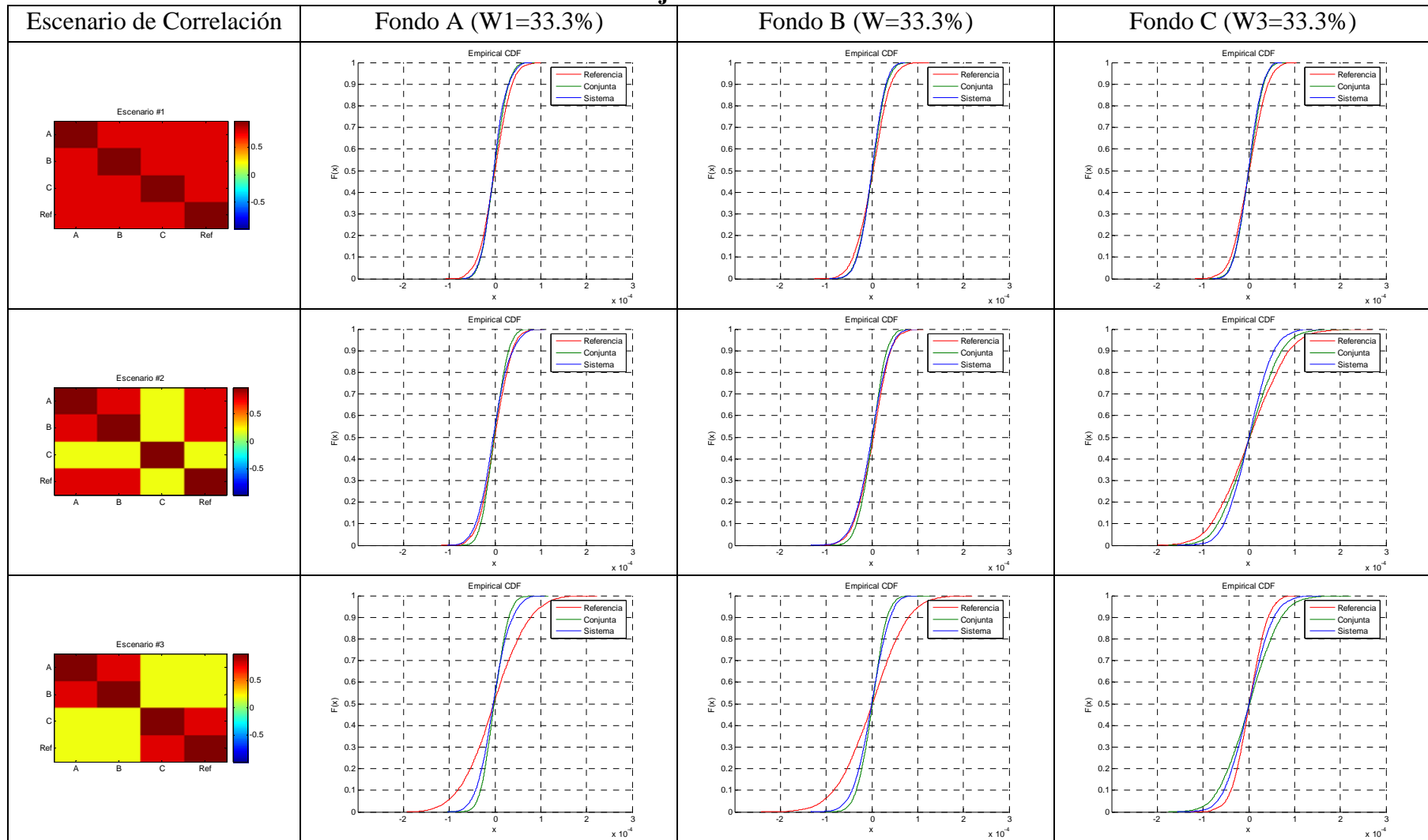
El comportamiento de cada fondo y el del *benchmark*, se simularon como un movimiento browniano a partir de un modelo de simulación de Montecarlo estructurado, donde el proceso seguido por los fondos corresponde al retorno diario promedio obtenido por los fondos de pensiones durante los últimos seis años, y el del *benchmark*, corresponde al retorno diario de la rentabilidad mínima calculado a partir de las cifras mensuales estimadas por la SFC para el mismo período.

En los cuadros 1, 2 y 3 se presentan los ejercicios realizados y sus resultados. La primera columna de cada cuadro muestra el escenario de correlación entre los fondos y el *benchmark*, donde el nivel de correlación está representado por diferentes colores cuya escala se explica por sí sola. En cada una de las gráficas del respectivo ejercicio se muestran la distribución acumulada de la diferencia entre el retorno del fondo en cuestión (A, B, o C) y la fórmula de la SFC (denominada Conjunta), el retorno del *benchmark* (denominada Referencia) y el retorno del sistema (denominada, Sistema).

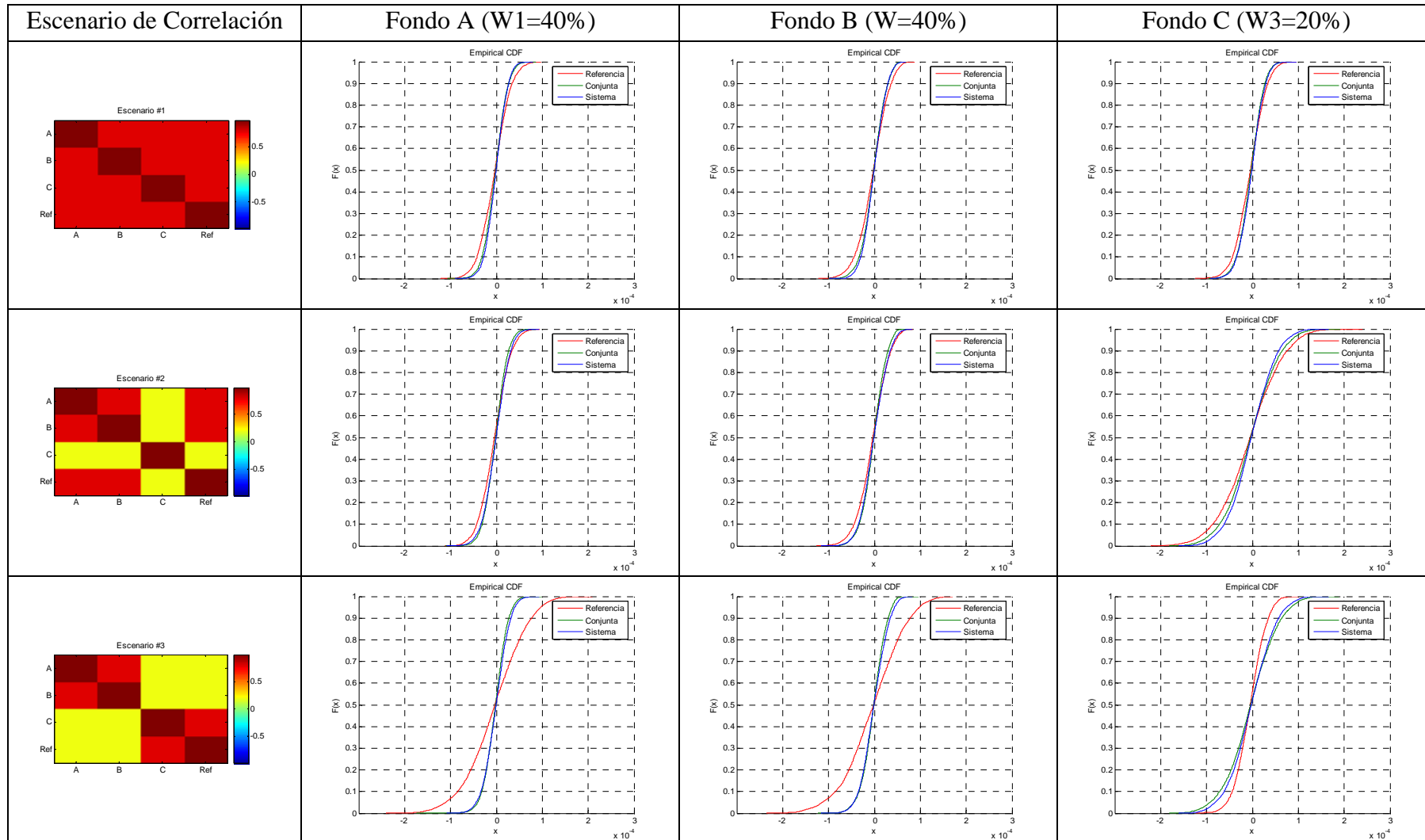
En el ejercicio 1 se supone que los 3 fondos tienen igual representatividad al interior del sistema, de manera que la ponderación de cada uno es igual a 33,3%. En el ejercicio 2 se supone que los fondos A y B tienen cada uno un peso de 40% al interior del sistema, en tanto que el fondo C tiene el 20% restante. Por último, el ejercicio 3 supone que los fondos A y B representan cada uno el 20% del sistema, mientras que el C tiene el 60% restante.

⁸ Debido a que este diseño maximiza la *complejidad efectiva* de la fórmula, es probable que dificulte la capacidad de los administradores de gestionar los recursos eficientemente.

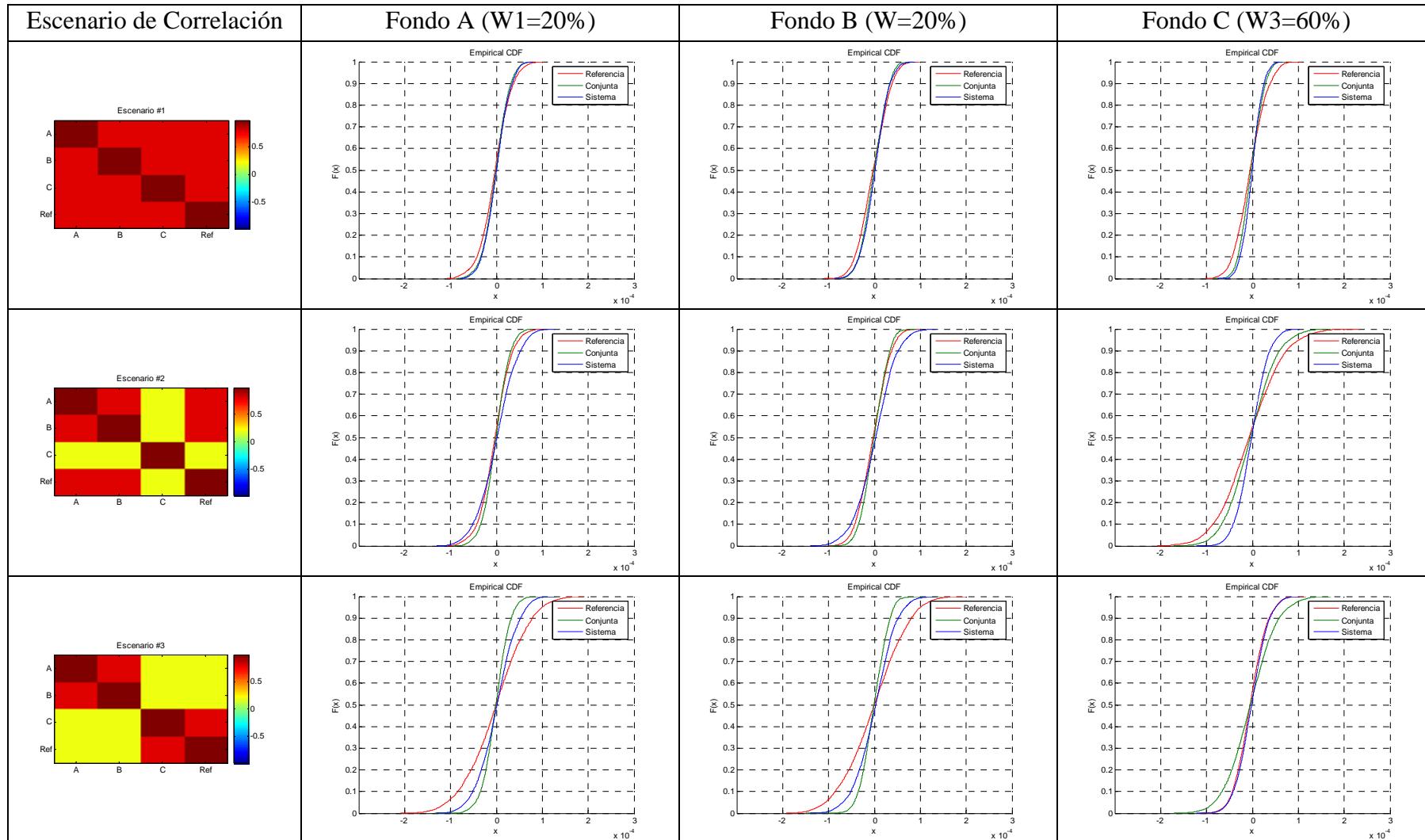
Cuadro No.1 Ejercicio No.1



Cuadro No.2 Ejercicio No.2



Cuadro No.3 Ejercicio No.3



Los resultados presentados en las gráficas anteriores permiten deducir que:

- a. En el escenario 1 (primera fila en las Tablas No.1, 2 y 3), en el que la correlación entre los fondos y el *benchmark* es alta:
 - No existe mayor diferencia entre las diferentes aproximaciones para calcular la rentabilidad mínima, sin que sea de gran trascendencia la representatividad de cada fondo al interior del sistema.
 - La distribución de la diferencia entre la rentabilidad de los fondos y las diferentes aproximaciones para calcular la rentabilidad mínima se encuentra relativamente acotada frente a los demás escenarios de correlaciones.

- b. En el escenario 2 (segunda fila en las Tablas No.1, 2 y 3), en el que la correlación entre el fondo A y B es alta, y entre éstos y el *benchmark* es también alta, y donde el fondo C tiene una baja correlación con los otros fondos y el *benchmark*:
 - La ponderación para los fondos A y B es poco relevante y el resultado continúa siendo acotado, excepto para cuando C es el más representativo y la aproximación es Sistema; para el fondo C la ponderación es relevante, especialmente para las aproximaciones Conjunta y Sistema; el resultado de C es más disperso, excepto cuando se trata de la aproximación Sistema y C es el más representativo.
 - Los fondos A y B conservan la distribución de la diferencia entre la rentabilidad de los fondos y las diferentes aproximaciones para calcular la rentabilidad mínima relativamente acotada, mientras que el fondo C presenta una distribución mucho más dispersa, donde la aproximación Referencia muestra que la magnitud de los eventos extremos se incrementa en hasta 100%.

- c. En el escenario 3 (tercera fila en las Tablas No.1, 2 y 3) en el que el fondo A y B tienen una alta correlación entre sí, pero baja con respecto al *benchmark*, y en el que el fondo C tiene una baja correlación con respecto a A y B pero alta con el *benchmark*:
 - Los fondos A y B incrementan su dispersión para cualquier caso de ponderaciones, pero en especial cuando el fondo C es más representativo. También es posible identificar una mayor dispersión para los fondos A y B bajo la aproximación Referencia.
 - El fondo C presenta una distribución de la diferencia entre la rentabilidad de los fondos menos dispersa, en especial cuando su representatividad es mayor.

En los diferentes escenarios simulados de correlación y de ponderaciones, el efecto de la fórmula de la RM recae en la dispersión de la diferencia entre la rentabilidad de los fondos y las diferentes aproximaciones a la rentabilidad mínima. Sin embargo, el promedio de la mencionada diferencia, no parece relevante en los resultados.

Adicionalmente, si todos adoptan un portafolio similar, altamente correlacionado entre sí, obtendrán una distribución de la diferencia entre la rentabilidad de los fondos y de las aproximaciones Sistema y Conjunta bastante acotada, puede afirmarse que existen incentivos para que los fondos adopten estrategias homogéneas; ningún fondo tendrá un incentivo a alejarse de los demás y tener un resultado más disperso cuando existe un castigo para el fondo que no cumple con la RM y no existe ningún incentivo a cambio, como sucede en la reglamentación vigente. De acuerdo con el punto anterior, es de suma importancia que en los casos en los que se incluya en el cálculo de la rentabilidad mínima una variable asociada a un portafolio de referencia, éste debe ser conocido y fácilmente replicable por parte de los fondos. De lo contrario, podría presentarse una situación como la representada en el escenario 3, donde aquellos fondos que prefieren seguir al sistema y no necesariamente al *benchmark*, se enfrentan a una mayor dispersión de sus resultados, en especial cuando su representatividad no es alta.

Finalmente, existen incentivos adicionales para seguir estrategias homogéneas en la medida en que el alejarse del promedio del sistema implica enfrentarse a una mayor dispersión de la distribución de la diferencia entre la rentabilidad de los fondos y de las aproximaciones basadas en el componente Sistema, en especial cuando el fondo que diverge no es altamente representativo al interior del sistema; igual que se mencionó anteriormente, ningún fondo tendrá un incentivo a alejarse de los demás y tener un resultado más disperso cuando existe un castigo para el fondo que no cumple con la RM y no existe ningún incentivo a cambio, como sucede en la reglamentación vigente.

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, se propone modificar el modelo que se utiliza actualmente para evaluar el desempeño de los FPO. No solo como consecuencia del desajuste de incentivos que genera el modelo actual de rentabilidad mínima, como se mostró en la sección anterior, sino también debido a algunas deficiencias detectadas en la valoración de operaciones financieras en el mercado colombiano, lo cual dificulta la evaluación del desempeño de un fondo específico con respecto al promedio del total del sistema.

En este orden de ideas, es necesario adoptar indicadores de desempeño más flexibles, que les permita a los FPO administrar su riesgo, sin más restricciones que las implícitas en el manejo prudencial que defina la SFC. La referencia debe ser transparente, definida con base en reglas predeterminadas y para un plazo limitado, de forma que sus características sean relativamente constantes y consistentemente tengan un comportamiento homogéneo. Un indicador con estas cualidades podría ser fácilmente replicado por los administradores de los fondos, evaluado por los entes de control y vigilancia, al tiempo que es monitoreado por sus participantes.

Se propone considerar un esquema de comisiones basado el desempeño de cada fondo con relación a un portafolio de referencia transparente y replicable definido con anterioridad. Con este propósito se propone dividir la retribución del fondo entre una porción fija más una variable. La comisión variable podría construirse como una opción, la cual empezaría a pagar cuando se obtenga un margen mínimo en términos de puntos básicos por encima del *benchmark* y tendría un techo (*cap*) claramente definido.

La existencia de un esquema de comisiones en función del desempeño frente a un *benchmark* para las AFP solucionaría el problema señalado anteriormente, el cual consiste en la existencia actual de incentivos a adoptar estrategias homogéneas por la falta de un beneficio económico para los fondos que excedan la RM, cuando sí existe un castigo económico cuando los resultados son inferiores a la RM.

Las reglas del esquema de comisiones podrían ser las siguientes:

- a. La comisión fija puede cubrir estrictamente los costos operacionales incluyendo el recaudo de manera que se continúe incentivando las nuevas captaciones y el costo fijo de la gestión de los portafolios en el caso en que no se obtengan ingresos por las comisiones variables. Este último componente podría cobrarse como una comisión fija sobre saldo del portafolio⁹, en cuyo caso la comisión variable sobre retorno absoluto (b.i) no debería cobrarse.
- b. La comisión variable tendría dos componentes: i) una comisión por el retorno absoluto del portafolio que busca solventar el problema de diferenciar los aportes en el saldo¹⁰ y incentivar la construcción de índices de referencia con niveles de riesgo que reflejen el perfil del multifondo y ii) una comisión sobre el desempeño del manejo activo de cada fondo contra el portafolio de referencia.
- c. La suma del componente fijo y el variable atado al retorno absoluto del fondo no deberían exceder la comisión que actualmente cobran en términos relativos los fondos de pensiones.
- d. La comisión variable por desempeño se constituiría en una ganancia adicional por generar exceso de retorno sobre la posición neutral del ALM. Para acceder a esta comisión el retorno obtenido por el fondo debería estar por encima de, por ejemplo, 50 p.b. (o el margen que el regulador considere conveniente¹¹) del retorno del *benchmark*. Se podría utilizar una relación de, por ejemplo, 10 a 1 en un rango por ejemplo entre +50 p.b. y +150 p.b.. Es decir, por cada 10 p.b. que superen el *benchmark* por encima de +50 pb y por debajo de 150 p.b., la AFP podría cobrar 1 p.b. adicional. El techo de 150 p.b. en el diseño de la opción busca acotar la toma de riesgo en forma consistente con el Tracking error definido

En este punto cabe resaltar la importancia que el esquema vigente y la transición entre este y el propuesto tenga en cuenta los pagos pasados sobre los aportes anteriores,

⁹ Cabe anotar que en este caso sería necesario discernir entre los aportes anteriores que ya pagaron el manejo en la comisión actual y los nuevos. En este último caso debe reducirse la comisión de recaudo sobre el salario base ya que el costo de manejo estaría incluido en la comisión sobre saldo.

¹⁰ Idem.

¹¹ Este valor refleja el exceso de retorno promedio que pueden generar los lineamientos de manejo activo al compararse con los índices de referencia; i.e. si el índice de referencia solo incluye bonos soberanos y los lineamientos de manejo activo permiten comprar bonos con componente crediticio (Agencias, corporativos) que tienen mayor cupón. Esto es de gran importancia para evitar pagar comisiones sobre riesgo de mercado (beta) en vez de pagarlas sobre retornos generados por tomar riesgo activo (alfa).

debido a que actualmente se paga ex-ante por la gestión del aporte durante toda la vida del flujo.

6 Conclusiones y recomendaciones de política

La revisión de literatura realizada muestra que el marco regulatorio de las inversiones de los FPO restringen el retorno esperado, volatilidad y demás momentos de la distribución de los retornos de los portafolios de las AFP. Dicho marco regulatorio reduce el acceso de los administradores a niveles superiores de retorno por unidad de riesgo (razón de *Sharpe*) y a mayores beneficios de diversificación.

Así mismo, las limitaciones al conjunto de portafolios eficientes al que pueden acceder los fondos, así como la ausencia de alternativas de inversión diferenciadas, constituye un modelo en el cual diferentes perfiles de riesgo cohabitan en un mismo portafolio, y por ende los recursos se invierten sin permitir tener en cuenta las características de los afiliados. En efecto, en el caso colombiano (i) los límites a la inversión por parte de los administradores de FPO, así como la ausencia de alternativas de inversión diferenciadas por perfil de riesgo, resulta potencialmente en un *mismatch* del ALM de cada afiliado donde el perfil de riesgo de las inversiones no cubre el del pasivo; (ii) imposibilita que estos reflejen sus preferencias de riesgo¹² y (iii) restringe la capacidad de los fondos de maximizar el beneficio de diversificación (limitada profundidad de la matriz de covarianza entre activos) al limitar en forma específica los activos y riesgos a los que pueden acceder los fondos de pensiones en vez de limitar el riesgo agregado del portafolio.

Los portafolios administrados por los FPO podrían ser segmentados por rentabilidad acumulada, volatilidad, *drawdown* y beneficio de diversificación. Esta segmentación muestra que es aconsejable constituir multifondos que respondan al grado de aversión al riesgo de los cotizantes aunque queda el desafío de refinar el acercamiento metodológico para relacionar el período de desacumulación – las necesidades del afiliado – con el de acumulación – los aportes y su inversión. Una dirección para lograr este objetivo es realizar un ejercicio integral de optimización que incluya tanto la construcción de la distribución de la proyección de los aportes, el pasivo o pagos pensionales esperados y la distribución de la reinversión dinámica de los aportes.

La fórmula utilizada para el cálculo de la rentabilidad mínima (RM) incentiva a los administradores de los fondos a adoptar estrategias homogéneas; en la medida en que el alejarse del promedio del sistema implica enfrentarse a una mayor dispersión de la distribución de los retornos frente al sistema y al *benchmark*, la cual no representa beneficio alguno para la AFP, y por el contrario, de acuerdo con la reglamentación actual, sí puede significar un castigo económico para la misma.

¹² Por ejemplo cuando un afiliado ha cubierto sus necesidades pensionales mínimas con otros recursos y desea tomar más riesgo en el portafolio administrado.

De acuerdo con los resultados de los estudios realizados y la literatura revisada, se proponen los siguientes cambios regulatorios, que incluyen: (i) cambios estructurales en el diseño del sistema y de gobierno corporativo de las AFP y (ii) modificaciones al manejo y administración de los portafolios de Fondos de Pensiones acercándolos a las técnicas de administración de portafolios internacionales segregando en forma transparente y replicable la posición neutral que refleje el Asset Liability Management (ALM) y permitiendo e incentivando una gestión activa que busca aprovechar oportunidades de inversión de corto plazo a través de desviaciones contra la posición neutral con el objetivo de obtener retornos en exceso sobre la posición neutral¹³. Lo anterior tomando riesgo limitado¹⁴ tanto en activos incluidos en el índice de referencia como otros activos que no se considera deseable tener en la posición neutral estratégica (i.e. activos con opcionalidad o mayor riesgo crediticio) pero que pueden generar mayor retorno. Esto último permite además que los administradores exploren y desarrollen experticia en otros mercados que posteriormente se podrían incluir en los índices de referencia.

- a. Creación de un sistema de multifondos en cada AFP que facilite a los administradores de los fondos una mejor replicación de los pasivos o de los perfiles de riesgo de los afiliados¹⁵.
- b. Se propone como objetivo general el de maximizar la riqueza al horizonte de inversión (años de retiro) sujeto al tamaño, la temporalidad y la consistencia de los aportes con la restricción de proveer como mínimo el monto futuro que cubra las necesidades esperadas de pagos pensionales del afiliado acordes con sus aportes totales. Esta definición permite construir un ALM dinámico.
- c. Independientemente de la metodología para definir el perfil de riesgo de los portafolios que mejor refleje el ALM, se sugiere utilizar un *drawdown* máximo del portafolio como medida de riesgo para la construcción de los portafolios de referencia que reflejan la posición neutral de manera a proteger a los afiliados de pérdidas que surjan por eventos extremos.
- d. De esta manera, se sugiere definir los multifondos (portafolios de referencia respectivos) en el espacio definido por la dupla horizonte de inversión y Drawdown máximo anual con el objetivo de maximización de riqueza a dicho plazo.
- e. Estos portafolios de referencia se construirían a partir de índices de mercado definidos por la SFC. Dichos índices deberán incluir tanto activos locales, como activos externos. Estos deben tener características de transparencia, replicabilidad y difusión que cumplan con los estándares de los mercados internacionales; i.e. la canasta de activos debe ser replicable y conocida con anterioridad por los administradores, así como las reglas de entrada y salida. Los administradores podrán comprar todos los tipos de activos incluidos en

¹³ Que se traduce en el índice de referencia.

¹⁴ *Tracking Error* implícito por la definición de la rentabilidad mínima.

¹⁵ En el futuro esperamos poder realizar una propuesta de construcción del ALM utilizando técnicas de proyección de pagos pensionales y proyección estocástica de aportes y tasas de reinversión.

los índices de referencia¹⁶. Se recomienda que el mantenimiento y actualización de los modelos de cálculo de los índices propios sea responsabilidad de la SFC.

- f. No se propone limitar el acceso a los índices para cada tipo de fondo ya que la restricción de *drawdown*, en el marco de maximización de riqueza, junto con un esquema de rentabilidad mínima basado en el *benchmark*, incentiva a los AFP a ajustarse al perfil de riesgo definido para el multifondo.
- g. Cuando se desee incluir dentro de las opciones de inversión de los AFP, activos que no cuenten con series estadísticas de retornos o que su tamaño no sea el requerido para calcular el *drawdown* y por lo tanto no sea posible cuantificar su riesgo, se plantean dos alternativas para elección por parte del regulador:
 - En razón a que el portafolio de referencia debe ser fácilmente cuantificable, activos con estas características no podrían incluirse. Sin embargo, dichas inversiones podrían autorizarse para el manejo activo del portafolio, siempre que se acoten a través de límites porcentuales.
 - Cuantificar el riesgo asignando supuestos extremos en el cálculo del *drawdown*, por ejemplo, asignado una correlación igual a uno (el peor escenario) y asumiendo una volatilidad igual a un índice que tenga alguna relación con el activo en cuestión, pero sumando a dicho indicador una prima adicional. El *tracking error* implícito en esta alternativa constituiría un problema de rentabilidad y no de medición de riesgo.
- h. Se propone que la vigencia del portafolio de referencia sea de mínimo un año y preferiblemente superior. Se podría diseñar un sistema con opcionalidad para permitir la desincronización tanto de los fondos como de su recomposición pero al mismo tiempo permitirle a los fondos manejar eventos extremos inesperados que afecten la asignación estratégica de activos, i.e. el portafolio puede cambiarse máximo dos veces en un período de 3 años. Esto obligaría a las AFP a tener un horizonte de inversión de mediano plazo al tiempo que les otorgaría cierta flexibilidad al poder redefinirlo entre dicho plazo.
- i. Con su modelo de riesgo interno, la SFC revisaría que (i.) el portafolio refleja niveles de riesgo consistentes, implícitos en el *drawdown*, con el perfil del multifondo y (ii) que el portafolio no sobrepasará el *drawdown* en escenarios extremos predefinidos que serán revisados periódicamente, i.e. Long Term Capital Market (LTCM), crisis supprime, crisis de TES de 2002.
- j. Se sugiere permitir el manejo activo no sólo en términos de desviaciones de riesgo en los tipos de activos incluidos en los índices de referencia sino también en otros tipos de activos que no se encuentren en estos. Se debe

¹⁶ Independientemente de que se asigne o no una proporción en dicho índice en la asignación estratégica de activos para construir el portafolio de referencia correspondiente a cada multifondo del espacio Horizonte de Inversión – Drawdown Máximo.

definir una lista de activos/riesgos autorizados para manejo activo; i.e. *los lineamientos de inversión*. Debe considerarse la autorización para realizar operaciones con derivados financieros, tanto en posiciones largas como cortas, para fines de cobertura y especulativos en el marco del manejo activo¹⁷.

- k. El riesgo del manejo activo debe acotarse. Esto se puede hacer explícitamente (e.g. error de réplica o *Tracking Error* máximo de 200 p.b.) o implícitamente a través de definir la rentabilidad mínima en términos de los excesos de retorno mínimos tolerados (e.g. en caso de una pérdida del portafolio con relación al índice de referencia de más de 200 p.b. el administrador debe cubrir la diferencia). La combinación del drawdown máximo y el error de réplica limitan el riesgo del portafolio y del manejo activo respectivamente asegurando un manejo de los recursos con criterios de gestión de riesgo explícitos y transparentes.
- l. Los portafolios de referencia basados en índices deberían promover la adopción de lineamientos de inversión más libres, sin restricciones adicionales a las implícitas en el manejo de riesgo que defina la SFC, por ejemplo, bonos corporativos dentro del grado de inversión.
- m. En el caso de las AFP no se considera conveniente seguir aplicando metodologías de control de riesgo basados en indicadores como los márgenes de solvencia, los cuales deberían ser eliminados de la regulación actual.
- n. Se propone definir reglas claras para la asignación por parte del administrador o la selección por parte de cada individuo a un multifondo específico. Dichas reglas deberían guardar coherencia el horizonte de vida laboral y las perspectivas de los futuros ingresos del cotizante, así como la realidad de que una proporción importante de la población cotiza sobre una base menor o igual a dos salarios mínimos. En este último caso, el impacto del drawdown en los pagos futuros tiene implicaciones importantes en la calidad de vida futura por lo cual puede considerarse dejar en manos de la administradora la decisión.
- o. Se propone definir un esquema de comisiones que considere la función del desempeño de cada fondo. El diseño de las comisiones debe también incentivar a los administradores a minimizar los costos de transacción por rotación de posiciones¹⁸ y maximizar la creación de valor. Se propone la creación de un componente variable por la obtención de retornos en exceso sobre el índice de referencia estructurado como una opción y, dependiendo de la estructura de la comisión fija, se podría considerar una comisión variable sobre el retorno absoluto del portafolio de referencia.
- p. Se recomienda que los indicadores para evaluar el desempeño de los fondos incluya: (i) el retorno del portafolio; (ii) el retorno del índice de referencia;

¹⁷ Los índices de referencia no deberían incluir derivados.

¹⁸ Esto es de especial importancia si se tiene en cuenta la poca liquidez del mercado.

- (iii) el exceso de retorno del portafolio frente al portafolio de referencia o *benchmark* seleccionado por cada uno de los fondos¹⁹, al cual estaría atada la definición (relativa) de rentabilidad mínima; (iv) el índice de Sharpe del portafolio; (v.) el índice de Sharpe del índice de referencia y (vi.) la razón de información del manejo activo.
- e. Sería deseable que la suma de la comisión fija y la variable sobre el retorno absoluto del fondo no excedan la comisión que actualmente cobran en términos relativos los fondos de pensiones. La comisión variable por desempeño se constituiría en una ganancia adicional atada al buen desempeño particular del fondo²⁰.
- q. Incorporar en la reglamentación las recomendaciones y estándares establecidos por el “*Committee for Performance Presentation Standard (CPSS) of the Association for Investment Management and Research (AIMR)*” en lo relacionado con la transparencia y manejo de la información por parte de las AFP:
- Calculo del rendimiento con base en retornos totales, utilizando la metodología de *Time Weighted Rate of Return*, con valoración sobre al menos un trimestre. Asegurar que dicho cálculo se realiza con base en contabilidad de causación y no por contabilidad de caja.
 - Hacer pública la información sobre el número de portafolios, el monto de los activos que los componen y el porcentaje del total de activos de la AFP que éstos representan.
 - Incluir en los informes periódicos el retorno de cada fondo antes y después de los costos administrativos.
 - Publicar los registros del rendimiento de los fondos como mínimo para los últimos 10 años.
 - Publicar los retornos anuales para todos los años de existencia del respectivo multifondo.
 - Incluir una lista completa y la descripción de todas las normas internas de la firma.
- r. Fijar un período de transición para la implementación de la nueva regulación, en particular para:
- Movimientos o rotación de portafolios. Se prevén serias dificultades para la sustitución de los bonos corporativos, debido a la iliquidez del mercado en este tipo de activos.
 - Rentabilidad Mínima.
 - Proceso de movimiento de cotizantes a los distintos portafolios y entre AFP.

¹⁹ En su defecto, de adoptar un indicador de RM que incluya el rendimiento del sistema, en ningún caso debe resultar en la combinación de los dos parámetros (*benchmark* y sistema) como ocurre en la actualidad, ya que esto aumenta la complejidad efectiva de la gestión.

²⁰ Es plausible pensar en un esquema de rentabilidad mínima atado al promedio de los fondos pero con un componente de comisión variable ligado al exceso de retorno sobre un índice de referencia común.

- Cobro de comisiones sobre un esquema de saldos o aportes a uno mixto como el descrito anteriormente.
- s. Realizar una revisión exhaustiva de la regulación vigente a fin de ajustar toda la normatividad y asegurar la coherencia de todas las medidas.

Referencias

- Gómez, C., Jara, D. Pabón, A. (2006), “Impacto de las operaciones de los fondos de pensiones obligatorias en los mercados financieros colombianos” en Borradores de Economía, No. 406, Banco de la República, octubre.
- Heinz R, Hela C, Roberto R, Craig T. (2006), “Financial Sector Dimensions of the Colombian Pension System” The World Bank Group -Finance, Private Sector and Infrastructure - Latin America and the Caribbean Region, June.
- Janssen, M. (2003), “Basic Principles for Investing Group Pension Funds and Individual Accounts: How to Maximize Risk-Adjusted Returns”. Pension Reform: Second Generation and Implementation Issues in ECA. January 22-29, 2001 – Budapest, Hungary. (disponible en <http://info.worldbank.org/etools/docs/library>).
- Jara, D., Gómez, C. y Pardo, A. (2005), “Análisis de eficiencia de los portafolios pensionales en Colombia”, en *Ensayos sobre Política Económica*, núm.49, diciembre.
- Jara, D. (2006), “Modelo de regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones”, en Borradores de Economía, No. 416, Banco de la República, diciembre.
- Laserna, J.M. (2007), “Una propuesta para mejorar el manejo de riesgo, la diversificación y la eficiencia de los portafolios de los fondos de pensiones obligatorias”, en Cuadernos Latinoamericanos de Administración, V. II, No. 4. Universidad El Bosque.
- Martínez, Ó. y Murcia, A., (2007). “Desempeño financiero de los fondos de pensiones obligatorias en Colombia”, en Reporte de Estabilidad Financiera, Banco de la República, marzo.
- OECD (2003), “Occupational Pensions Core Principles and Methodology”, Insurance and Private Pensions Committee and Working Party on Private Pensions, October.
- OECD (2006). “OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management – Recommendation of the Council”, Directorate for Financial and Enterprise Affairs- Insurance and Private Pensions Committee and Working Party on Private Pensions, January.

- Reveiz, A y León C. (2008), “Administración de fondos de pensiones y multifondos en Colombia” en Borradores de Economía No, 506 Banco de la República.
- Superintendencia Financiera de Colombia, Circular Básica Jurídica, TITULO IV – capítulo cuarto. Régimen de Inversión de los Recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias. Circular Externa 024 de Abril de 2007