



**ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS EN EL
DESARROLLO Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO**

CAROLINE ALEGRÍA

VIVIANA ARCOS NAVARRO

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA (MAF)
CALI
SEPTIEMBRE DE 2019**

**ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS EN EL
DESARROLLO Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO**

**Trabajo de grado para optar al título de magíster en Administración
Financiera**

CAROLINE ALEGRÍA

VIVIANA ARCOS NAVARRO

Asesor: Diego Fernando Téllez Falla, Ph. D.

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA – MAF
CALI
SEPTIEMBRE DE 2019**

Contenido

1. Introducción	8
2. Situación del problema.....	9
3. Evolución del sistema financiero colombiano.....	11
4. Sistema pensional colombiano	14
4.1. Estructura de cada régimen pensional y su incidencia en la economía colombiana	14
4.1.1. Régimen de prima media (RPM).....	14
4.1.2. Régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS).....	16
5. Análisis del comportamiento de las inversiones en los fondos de pensiones obligatorias y su participación en el desarrollo del mercado de valores colombiano	19
5.1. Evolución de la composición de portafolios de inversión de los FPO	21
5.2. Fondo de pensiones conservador	24
5.3. Fondo de pensiones de mayor riesgo	26
5.4. Fondo de pensiones moderado	27
5.5. Decreto 959 de 2018	29
6. Conclusiones.....	32
Referencias	33

Lista de gráficos

Gráfico No. 1. Informes de actualidad del sistema financiero colombiano en 2018	13
Gráfico No. 2. Informes de actualidad del sistema financiero colombiano de 2009 a 2018.....	20
Gráfico No. 3. Informe de actualidad del sistema financiero colombiano en 2011.	22
Gráfico No. 4. Portafolio de inversión histórica de los fondos de pensiones obligatorias de 2011 a 2018.....	22
Gráfico No. 5. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias conservadores de 2011 a 2018	25
Gráfico No. 6. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias de mayor riesgo de 2011 a 2018	26
Gráfico No. 7. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias moderados de 2011 a 2018.....	27
Gráfico No. 8. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias en julio de 2019	29

Lista de tablas

Tabla No.1. Informes de actualidad del sistema financiero colombiano de 2009 a mayo de 2019	20
Tabla No. 2. Número de afiliados al RAIS de 2009 a mayo de 2019	31

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo principal analizar la función que tienen los fondos de pensiones en el desarrollo y la evolución del mercado de capitales colombiano, como agentes directos en la gestión de inversión de los diferentes activos tranzados en él, con el fin de ayudar al dinamismo y la estabilidad de la economía en desarrollo del país.

Se inicia con un breve recuento de lo que es el sistema pensional en Colombia, en el que se mencionan su evolución y el viraje que tuvo a partir de la promulgación de la ley 1328 de 2009, que permitió crear los multifondos. En seguida se analiza el crecimiento que ellos tuvieron desde el año 2009 hasta mayo del 2019 en paralelo con la evolución del mercado de capitales.

Por último, se examinan las principales reformas tributarias que tuvieron incidencia sobre los fondos y su contribución a la generación de ahorro e inversión.

Palabras clave: sistema de pensiones, mercado de capitales, reforma tributaria, seguridad social integral.

Abstract

The following work has as main objective to carry out an analysis of the role that pension funds have in the development and evolution of the Colombian capital market, as direct agents in the investment management of the different assets traded therein, helping the dynamism and Stability of our developing economy.

It will begin with a brief account of what the pension system is in Colombia, mentioning its evolution and the turn it had since the creation of Law 1328 of 2009 that allowed the creation of Multifunds. Subsequently, the growth they had from 2009 to May 2019 is analyzed in parallel with the evolution of the capital market.

Finally, the main tax reforms that had an impact on the funds and their contribution to the generation of savings and investment will be examined.

Finally, the tax reforms on the funds and their contribution to the generation of savings and investment will be analyzed.

Key words: *system of pensions, capital market, tax reform, comprehensive social security.*

1. Introducción

Los expertos señalan que la salud de la economía de un país se puede medir por la fortaleza de su sistema financiero.

Por ello, el Estado colombiano no es ajeno a esta premisa y sus esfuerzos han estado encaminados a formular e instaurar medidas que permitan generar estrategias que ayuden al desarrollo de su economía. En su pasado reciente determinó que, para poder lograr un buen desarrollo del mercado de capitales, debía tener como motor la estabilidad macroeconómica (Fedesarrollo, 1996). En particular, se mencionó que dicho mercado debía procurar mantener menores niveles de inflación y tasas de interés, así como mayores tasas de ahorro, lo que sería la fórmula perfecta que daría el dinamismo al mercado, y que, a su vez, permitiría emprender las cuantiosas inversiones públicas y privadas exigidas por el país para poder modernizar su infraestructura y su aparato productivo y así hacer frente a los retos de internacionalización de la economía.

En dicho informe también se destacó la creación de los fondos de pensiones y cesantías que, además de ser categorizados como inversionistas institucionales, se consideran dinamizadores de la demanda, puesto que contribuyen con recursos importantes que permiten apoyar el desarrollo de la nación, con ahorro de largo plazo que hace posible el acceso al financiamiento de proyectos industriales y de infraestructura. De ahí la importancia de otorgar condiciones que permitan el desarrollo de una mayor oferta de instrumentos para atender la creciente demanda.

La iniciativa de abordar este tema de investigación lleva hacer un recuento del mercado financiero colombiano, que pasa por sintetizar la estructura del sistema pensional del país desde el marco de las implicaciones económicas y normativas de cada régimen. A renglón seguido se analiza la evolución de los fondos de pensiones obligatorios privados (RAIS) y su actuación en el desarrollo del mercado de capitales mediante el estudio detallado del dinamismo que le han

dado a la economía del país con la implementación de los multifondos y las normas subyacentes a ellos que han permitido fortalecerlo a través de la captación del ahorro y la generación de inversión naciente como una oportunidad creada por el Estado por propender por una estructura sólida de inversión en el mercado de capitales colombiano a través del crecimiento de la demanda por medio de títulos valores de diferentes especies (de renta variable y de renta fija, emitidos en procesos de titularización y derechos representativos de capital de riesgo). A continuación se trata la situación del problema y se termina el trabajo con las conclusiones y el respaldo bibliográfico.

2. Situación del problema

Una de las mayores preocupaciones y retos del Estado colombiano está en propender por profundizar, dinamizar, fortalecer y hacer más eficiente el mercado de capitales en pro de su desarrollo. Para lograrlo, debe mantener una estructura macroeconómica sólida, lo que se puede alcanzar siempre y cuando existan estrategias de corto, mediano y largo plazo dirigidas por el Estado a través de las diferentes normas y medidas que brinden pautas en la actuación para las decisiones del sector privado en el desarrollo del mercado de capitales puesto que es tanto o más importante que el compromiso de las autoridades. Lo que requiere el Estado es delinear una hoja de ruta, definida en el direccionamiento de la manera como debería avanzar cada uno de los mercados y agentes participantes.

Entre las problemáticas principales que maneja el país, que incide en el objeto de estudio y que repercute en forma directa en el desarrollo económico, está el control de las finanzas públicas. Para ello se determinan los gastos del Gobierno Nacional Central (GNC), que se subdividen en los de funcionamiento, los de inversión y los de deuda. En los de funcionamiento, también conocidos como inflexibles, que, además, son los responsables del porcentaje absoluto destinado para que el Estado pueda operar, se encuentra un rubro muy importante, que es el correspondiente a las transferencias pensionales, que en el año 2015 fueron del

orden de \$25,1 billones, equivalentes al 3,1% del PIB; en 2017 su valor fue de \$33,7, billones que equivalieron a un 3,7% del PIB; el presupuesto para el año 2019 por este rubro ascendió a \$38,5 billones de subsidios pensionales y para el 2020 se plantea que sería de \$43,7 billones. Como se observa, estas cifras van en crecimiento de acuerdo con el incremento de número de pensionados que salen por el sistema público (RPM) y los ajustes anuales correspondientes al incremento salarial. En definitiva, este sistema representa una gran carga para el presupuesto general de la Nación, puesto que absorbe cerca del 40% del gasto y beneficia a solo dos millones de personas (Largacha Martínez, 2017), es decir, este sistema, tal como se encuentra concebido, en sí mismo genera una gran presión fiscal.

La importancia que adquirieron los fondos de pensiones privados desde sus inicios (reforma de seguridad social establecida en la ley 100 de 1993; Congreso de Colombia, 1993), en conjunto con el fondo de cesantías y voluntarios, ha sido la de convertirse en un motor eficiente para los mercados de capitales, por la dinamización de la demanda. Los elevados montos que administran en sus portafolios han permitido convertirse en actores fundamentales de mercados financieros claves, como el de la deuda pública, el cambiario y el accionario, debido a, que como inversionistas institucionales y por la naturaleza del negocio, han permitido el estímulo al ahorro de largo plazo, lo que propende por la innovación y la modernización del mercado y por que las empresas tengan un mejor gobierno corporativo. De ahí la importancia otorgada a la creación de condiciones para el desarrollo de mayor oferta de instrumentos para atender la creciente demanda.

En un mercado financiero como el colombiano, 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.

Para ello se analizó la interacción que han tenido de manera específica los fondos de pensiones privados con el mercado de valores con el propósito de mostrar los

montos que administran, la evolución de dichos capitales en el tiempo y la distribución por activos para revisar sus implicaciones en el desarrollo del mercado de valores, todo ello combinado con la interacción de la normatividad que ha incidido en su evolución de manera positiva o negativa para generar mayor profundidad de dicho mercado.

De acuerdo con lo anterior, se inicia con un bosquejo del sistema financiero nacional y luego se pasa al sistema pensional colombiano y a las implicaciones de cada régimen desde una perspectiva fiscal y económica.

3. Evolución del sistema financiero colombiano

El desarrollo de un mercado financiero va de la mano con el desarrollo económico de los países. Una extensa literatura académica permite concluir dos cosas; la primera es que la salud de la economía de un país se puede medir por la fortaleza de su sistema financiero y la segunda se refiere a que la economía de una nación no puede crecer, ni se pueden mejorar los estándares de vida a sus ciudadanos, sin que exista un sistema financiero profundo y eficiente.

Una perspectiva práctica del mercado de capitales alude al conjunto de actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo de inversión y aprovechamiento de los recursos captados del público, organizada a través de los canales bancarios o de valores. Así, en los mercados se ofrecen productos y servicios que posibilitan el ahorro de corto y largo plazo y el financiamiento de inversiones y consumo, tanto para las firmas como para los consumidores, para lo que se habilitan canales de transferencia de riesgos entre los diferentes agentes de la economía. Debido a ello, una mejora en el funcionamiento de los mercados financieros tiene impactos de primer orden en la calidad de vida de un país.

Las instituciones financieras que operan en los mercados, como bancos, administradoras de fondos de pensiones e inversiones, aseguradoras, fiduciarias e

intermediarios de valores, interactúan en diversas plataformas. Una de ellas, y quizás la más importante, son las interacciones que ocurren en el mercado de capitales, tanto en los canales intermediados o bancario como en el desintermediado o de valores, aunque bien las instituciones financieras en Colombia ya han estado ofreciendo esos servicios a consumidores e inversionistas.

Para profundizar en el objeto de estudio en cuanto a la interacción de los fondos de pensiones, se encuentra que su objetivo fundamental, en términos de crecimiento económico, es robustecer el mercado de capitales vía oferta de crecientes montos de ahorros, que se distinguen por ser de largo plazo en tanto se recolectan a lo largo de la vida activa de los asalariados. Estos ingresos no consumidos deben valorizarse, o, al menos, mantener su valor real, a fin de retornar a los trabajadores al final de su vida laboral. La valorización tiene lugar a través de la apropiación de una proporción de las utilidades de las empresas a cambio de proveer financiamiento de largo plazo.

Por consiguiente, la inserción de los fondos de pensiones en el mercado de capitales tiene lugar a través de la transformación de ahorros en financiamiento de las deudas y las utilidades. Las administradoras de fondos de pensiones (AFP) pueden transar grandes volúmenes de dinero, lo que podría influenciar en las decisiones de inversión de otros agentes, lo que recrudece las presiones sobre los precios. Cuando los fondos iniciaron su operación se observó que su mayor contribución al desarrollo del mercado fue sobre el tipo de cambio y el precio de los TES, lo que se dio en gran parte por la normatividad proteccionista que existe para la administración de recursos de las AFP. Por ejemplo, en el cierre del año 2009, los activos financieros y de los fondos administrados por el sistema financiero mostraron un comportamiento favorable de \$548,8 billones, lo que presentó una variación positiva frente al año anterior (2008) de 15,26%; de la mencionada suma, \$305,7 billones correspondían al sector de las entidades vigiladas y \$93,5 billones a la participación de las AFP en dichos activos. Para el

caso del cierre del año 2018, los activos del sistema fueron de \$1,705 billones, que representaron el 175,9% del PIB y que registraron un crecimiento real anual del 5,7% con respecto al año 2017. Por su parte, los fondos de pensiones tuvieron un valor de activos administrados de \$272,6 billones (\$263,5 billones en RAIS y \$9,1 billones en RPM), superior en \$12,1 billones respecto a diciembre de 2017. Lo anterior equivale a un tercer puesto en participación en total de activos del sistema financiero colombiano (ver gráfico No. 1), antecedidos por los establecimientos de crédito y seguidos por las fiduciarias. Estas cifras hablan por sí solas y en comparación con las reportadas en el año 2009 simplemente muestran su evolución.

Gráfico No. 1. Informes de actualidad del sistema financiero colombiano en 2018



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2018b, p. 16)

Por lo anterior, se observa que el SFC ha experimentado en definitiva un nivel de maduración y desarrollo que las AFP han sabido capitalizar. Para continuar así y lograr que el SFC sea mucho más sólido, profundo y líquido, el Estado debe procurar mantener un ambiente macroeconómico estable.

4. Sistema pensional colombiano

El actual sistema general de pensiones se creó mediante la ley 100 de 1993 (Congreso de Colombia, 1993), que modificó el sistema integral de seguridad social, estructurado en dos regímenes excluyentes: uno público y otro privado. Por un lado, se encuentra el régimen solidario de prima media con prestación definida (RPM), que agrupa todos los sistemas públicos existentes que se encuentran a cargo de Colpensiones y por algunos regímenes especiales del Estado que aún existen pero que de ellos hay algunos que se encuentran en proceso de desmonte (fondos del Congreso, de pensiones públicas y del magisterio y cajas de Fuerzas Militares y de sueldos de retiro de la Policía Nacional). Dicho sistema está establecido de acuerdo con una pirámide poblacional, a la que se le aplica una serie de aportes a un fondo común para financiar las pensiones y los requisitos definidos por la ley, que son edad y número de semanas cotizadas. A su vez, se creó el régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS), dirigido por las AFP con carácter privado, entre las que se encuentran las siguientes administradoras: Old Mutual, adquirida por Skandia, Porvenir, Protección y Colfondos, que en el mes de agosto de este año 2019 fue adquirido por la multinacional Chilena Hábitat.

4.1. Estructura de cada régimen pensional y su incidencia en la economía colombiana

4.1.1. Régimen de prima media (RPM)

La estructura del sistema pensional del régimen de prima media (*pay-as-you-go*) o beneficio definido se identifica porque sus afiliados en edad de laborar hacen aportes de manera frecuente a un fondo común, que se utiliza para pagar las mesadas de las personas que ya están pensionadas, en un modelo de solidaridad intergeneracional en el que las generaciones más jóvenes constituyen un pasivo que debe ser solventado con las contribuciones de generaciones futuras. Este sistema se considera como no fondeado, puesto que el dinero aportado por los

actuales afiliados se usa para cubrir la pensión de los beneficiarios y no las de los aportantes, e decir, no se hace ningún movimiento con el dinero en materia de inversión, así que su efecto positivo o negativo en el entorno económico nacional no se siente en este aspecto. Por ejemplo, entre las estimaciones del gasto total en pensiones públicas de este año 2019 está estimado que su valor asciende a \$57,2 billones para atender los 2.216.667 pensionados. No obstante, como lo que se tiene estimado es que ingresen \$17,8 billones por aportes que realizarían los afiliados a Colpensiones, para este caso del presupuesto general de la Nación se tendrían que destinar \$39,4 billones en subsidios pensionales (Cifras extraídas del presupuesto general de la Nación para 2019).

Como antes se había comentado, existen otros regímenes pensionales públicos y, de los \$39,4 billones destinados a subsidios pensionales, ellos no se reparten únicamente para Colpensiones sino que se reparten de la siguiente manera: \$12,3 billones irán a Colpensiones, entidad a la que hoy pertenecen alrededor de 1,36 millones de pensionados, a Cajanal se destinarán alrededor de \$7,5 billones para atender alrededor de 338 mil pensionados, cifra parecida a lo que ocurre con las pensiones del magisterio, rubro que representa \$7,3 billones pero con menos pensionados (225 mil), al igual que el sector de la defensa, cuya cifra esta en \$7,7 billones pero su número de pensionados es de 33 mil, que es una cifra muy inferior en comparación con los anteriores pasivos pensionales, lo que lo convierte en el más costoso de estos regímenes especiales, primero porque tiene menos personas que han accedido al beneficio pero el dinero que se transfiere es más oneroso con respecto a los otros esquemas expuestos; también porque las condiciones para acceder a él dependen del tiempo de servicio, más no de la edad (20 años en caso de retiro forzoso y de 25 años por retiro voluntario) y los aportes que realizan los vinculados a las Fuerzas Armadas es solo del 5% de su ingreso, por cuanto el Gobierno no hace aportes diferentes a cubrir el faltante para el pago de las asignaciones de retiro, que se calculan una tasa de remplazo entre un 50% y 95% sobre el sueldo básico más haberes.

El impacto que tiene la situación expuesta se presenta en el momento de desaceleración económica del país y el esfuerzo adicional que tiene que hacer el Estado en materia fiscal para poder pagar las obligaciones pensionales de este tipo de régimen.

Además, en el futuro se está viendo que la población joven está accediendo al mercado laboral a los 25 años, en promedio, y no quiere ahorrar para la vejez; por consiguiente, se agotan las arcas para pagar la jubilación de los que vayan adquiriendo el derecho, con el agravante de que no todos se afilian a este régimen (Colpensiones), de modo que lo que preocupa aún más es el esfuerzo que cada vez el Estado debe hacer para su sostenimiento.

En definitiva, este sistema pensional no ha funcionado de manera balanceada y equitativa, puesto que los beneficios dados en el pasado por este tipo de régimen lo han convertido en un esquema insostenible desde el punto de vista financiero, si se habla, por ejemplo, del desbalance entre los aportes realizados por los afiliados y los beneficios pensionales recibidos, la existencia de una cantidad de sobrecostos asociados con los regímenes especiales y los cambios demográficos, lo que implica menores aportes (cada vez menos jóvenes) y mayores gastos (mayor esperanza de vida).

Estos elementos afectaron en forma importante la salud financiera del sistema, fenómeno que se recrudece conforme la población aumenta su edad de pensión.

4.1.2. Régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS)

El RAIS se caracteriza por ser un régimen en el que existen cuentas de ahorro individuales para cada uno de los afiliados. Estas cuentas se encuentran direccionadas por las AFP y su único beneficiario es el titular de la cuenta. Para poder obtener una pensión en este régimen, lo que prima es tener acumulado el capital suficiente en la cuenta de ahorro para así poder financiar una pensión de, al menos, un salario mínimo mensual legal vigente (SMMLV) porque de lo

contrario, si no llegase a cumplir esta exigencia se entraría a revisar el número de semanas, que debe ser, como mínimo, 1.150, y la edad, que para el caso de las mujeres es a los 57 años y para los hombres a los 62, para que así pueda acceder al fondo de garantía de pensión mínima. En caso de que no cumpla ninguno de los condicionamientos anteriores se le hace una devolución de saldos, o puede acceder al programa de BEPS (beneficios económicos periódicos), o, por el contrario, podría también tener como opción una pensión familiar. En materia de cobertura, el Estado se ha encontrado muy preocupado por diseñar estrategias que permitan que las personas al final de su vida laboral puedan acceder a algún derecho económico, de preferencia de carácter vitalicio, que pueda generar un ingreso en la vejez.

Para la problemática planteada en el presente trabajo, más allá del sentido social que este tema pueda tener, el análisis se enfocó hacia la exigencia que tienen los fondos por generar un beneficio del logro de una pensión, para lo que se requiere tanto el capital como los rendimientos que se puedan obtener por las inversiones que los fondos hagan. Cada individuo acumula un capital propio, que construye de manera independiente de los otros cotizantes.

Por lo anterior, se observa que, en la evolución de los fondos (en la que más adelante se entrará en detalle), cómo ha ido creciendo el valor en la administración de los mencionados recursos. Se ha logrado que a través del tiempo logren consolidarse como uno de los motores de la economía, como también lo son los hidrocarburos, el comercio o la infraestructura. Para el desarrollo y el buen funcionamiento de las AFP se encontró que el Estado ha llevado a cabo diferentes reformas que han incidido en que se pueda evolucionar tanto en diversificación de la inversión como en el incremento del ahorro. Para resaltar se tienen las siguientes normas o reformas que tienen importancia para el caso de estudio:

La ley 1328 de 2009 (Congreso de Colombia, 2009) introdujo el esquema de multifondos, que es esta una alternativa para profundizar el mercado de capitales

con el objetivo de hacer más eficiente el sistema pensional, mediante la gestión de los recursos que las personas ahorran para su pensión porque se recurre a la inversión diversificada en portafolios expuestos a diversos niveles de riesgo según el perfil y la edad del cotizante.

La ley 1819 de 2016 (Congreso de Colombia, 2016) trata sobre la renta de personas naturales, cuya importancia radica, para el caso de estudio, en que se generó un apoyo económico sobre el tratamiento tributario de las cotizaciones voluntarias al régimen de ahorro individual con solidaridad del sistema general. Esta ley se promulgó sin límite de cuantía para la deducción en el pago de impuesto, que ha de llevarse como un ingreso no constitutivo de renta y ganancia ocasional. Este tipo de normas impulsó el ahorro puesto que el beneficio era muy significativo en ahorro de impuestos. Además, fuera de impulsar el mercado de valores, tiene una connotación social en el futuro porque permitiría que en realidad las personas que tienen ingresos altos se financiaran su propia pensión sin necesidad de acudir al sistema de RPM para así poder contrarrestar un poco el déficit pensional existente. Con la ley de financiamiento, que aplica para la declaración de renta de 2019 que se presentará en 2020, este beneficio se mantuvo, pero se estableció un límite del 25% del ingreso laboral o tributario anual y que no exceda 2.500 UVT (unidades de valor tributario), lo que se traduce para este año fiscal en \$85.675.000.

Otra norma que fundamentó el desarrollo de los multifondos fue el decreto 959 de 2018 (Presidencia de la República, 2018), que modificó la asignación por defecto a los afiliados en el esquema de multifondos:

Que el artículo 137 de la Ley 1753 de 2015, que modificó el literal c) del artículo 60 de la Ley 100 de 1993, facultó al Gobierno Nacional para definir reglas de asignación por defecto para aquellos afiliados que no escojan el tipo de fondo, dentro del esquema de Multifondos. Las reglas de asignación

deberán tener en cuenta el género y la edad del afiliado (Presidencia de la República, 2018).

En la siguiente sección se presentan en detalle los incrementos en cifras, la distribución y el pertinente análisis de cómo ha evolucionado la estructura de acuerdo con las mencionadas normas en cifras y participación, lo que al final redunda en el desarrollo del mercado de valores.

5. Análisis del comportamiento de las inversiones en los fondos de pensiones obligatorias y su participación en el desarrollo del mercado de valores colombiano

Desde el nacimiento de los fondos de pensiones, el mercado de valores ha presentado una constante evolución, que ha incrementado las transacciones en el mercado financiero, por lo que se deben reconocer los beneficios que implicó la reforma pensional en el desarrollo de la economía del país y la mejora en la profundidad financiera.

Los recursos administrados por los fondos de pensiones con el tiempo se han incrementado y, por ende, las inversiones, cuyo propósito es generar rentabilidades a los inversionistas institucionales (afiliados).

Este crecimiento se puede visualizar en el aumento del valor de los fondos en una línea de tiempo (gráfico No. 2).

En el sentido cronológico se tomó como punto de partida el año 2009, para presentar la participación de los recursos administrados por los fondos de pensiones en el total de los activos financieros. En el período en mención, el valor administrado por los fondos de pensiones obligatorias (FPO) ascendía a \$80 billones, mientras que en 2018 llegó a \$235 billones, lo que significó crecimientos muy favorables, que fueron desde el 5% hasta el 24%.

Gráfico No. 2. Informes de actualidad del sistema financiero colombiano de 2009 a 2018



Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

A continuación se presenta tabla No. 1, que detalla los recursos administrados por cada uno de los fondos de pensiones obligatorias (moderado, conservador, de mayor riesgo y de retiro programado), expuestos de manera global en el gráfico No. 1.

Tabla No.1. Informes de actualidad del sistema financiero colombiano de 2009 a mayo de 2019

Recursos administrados por los fondos de pensiones obligatorias (FPO)						
Año	Moderado	Conservador	De mayor riesgo	De retiro programado	Valor administrado por FPO	Crecimiento
2009					79,9	
2010					98,9	24%
2011	91,5	5,0	0,8	6,5	103,8	5%
2012	109,5	7,3	1,2	8,1	126,1	22%
2013	112,7	9,3	1,3	8,8	132,1	5%
2014	131,8	10,1	1,6	10,8	154,3	17%
2015	142,1	10,1	1,8	12,9	166,8	8%
2016	159,8	13,7	2,0	15,2	190,7	14%
2017	187,4	18,2	2,6	18,8	227,0	19%
2018	188,9	21,1	2,7	21,8	234,6	3%
De enero a mayo 2019	200,9	23,5	6,2	23,9	254,5	8%

Cifras expresadas en billones de pesos

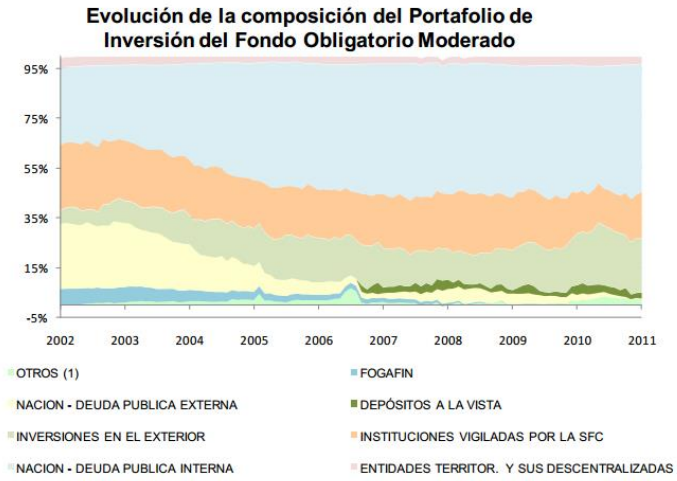
Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

5.1. Evolución de la composición de portafolios de inversión de los FPO

Desde su creación, el régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS) ha contribuido al fortalecimiento de la productividad y la profundidad financiera del país, porque los fondos de pensiones son los principales tenedores de deuda pública en el mercado de TES, por lo que a lo largo de la historia los FPO han invertido los recursos en este tipo de papeles, hecho que ha reducido la dependencia del Gobierno en el crédito externo y ha generado mayor estabilidad macroeconómica.

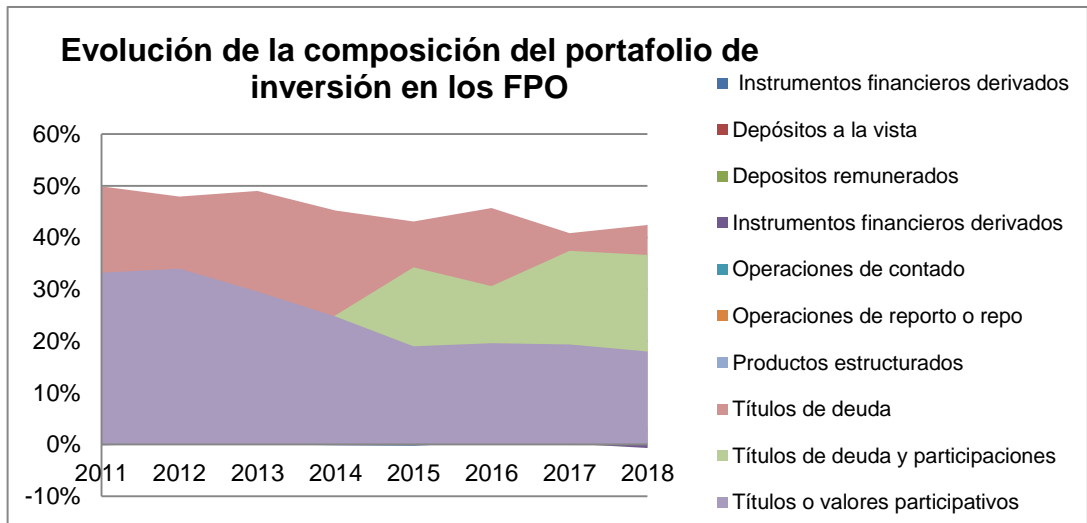
En los gráficos Nos. 3 y 4 se puede identificar la concentración de inversión de los FPO en inversiones de deuda pública interna, desde el año 2002 hasta el año 2018. Durante este horizonte de tiempo hubo en el año 2009 una reforma financiera contenida en la ley 1328 de 2009 (Congreso de Colombia, 2009) para adoptar los multifondos. Este esquema presenta varios frentes y uno de ellos es la diversificación de los portafolios de inversión para reducir en forma paulatina la concentración excesiva en TES, con el fin de conformar portafolios de inversión eficientes y equitativos.

Gráfico No. 3. Informe de actualidad del sistema financiero colombiano en 2011



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2011)

Gráfico No. 4. Portafolio de inversión histórica de los fondos de pensiones obligatorias de 2011 a 2018



Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

En la actualidad, la emisión de bonos de deuda pública constituye el mayor mercado financiero del país y también es uno de los mecanismos claves de financiación del Gobierno; por lo anterior se puede observar en el gráfico No. 4 que existe una importante participación en títulos de deuda (emisores nacionales), sin desconocer el impacto positivo que fue adoptar el esquema de multifondos, que permitió que la composición de portafolios de inversión se diversificara, como se evidencia en el gráfico con los títulos de deuda y participaciones (emisores del exterior), seguido de los títulos o los valores participativos (renta variable), entre otros.

Los fondos de pensiones juegan un papel importante en el mercado de capitales; por lo tanto, se hizo significativa una reforma financiera que permitiera desarrollar, dinamizar y consolidar aún más este mercado no intermediado.

La ley 1328 de 2009 (Congreso de Colombia, 2009) adoptó criterios generacionales para administrar con eficiencia los fondos de pensiones obligatorias, que se reglamentaron mediante los decretos 2373 (Presidencia de la República, 2010), 2949 (Presidencia de la República, 2010) y 2955 de 2010 (Presidencia de la República, 2010), el decreto 857 de 2011 (Presidencia de la República, 2011) y el decreto 709 de 2012 (Presidencia de la República, 2012). Por lo anterior, las AFP han implementado diferenciadores para sus afiliados en función de la edad y, por ende, del perfil de riesgo.

Este esquema de multifondos cuenta con alternativas para administrar los recursos pensionales, que les permite a los afiliados elegir entre tres diferentes fondos; el primero es el de mayor riesgo, que se recomienda para quienes buscan obtener rentabilidades atractivas en inversiones de alto riesgo, que está compuesto en renta fija y en renta variable, pero para la última categoría el porcentaje de inversión es mayor, de tal manera que los portafolios de los jóvenes logren moverse hacia la frontera eficiente, porque se toma un poco más de riesgo para buscar mejores tasas de retorno para la vejez; el segundo es el moderado,

que se diseñó para quienes buscan una rentabilidad y un nivel de riesgo de sus inversiones más bajos, por lo que se invierte en títulos y acciones; el tercero es el conservador, con menores rentabilidades, que busca proteger el ahorro del afiliado para que quede resguardado contra las fluctuaciones de los mercados; en cada uno se contemplan límites de inversión en instrumentos de renta fija y variable, con el fin de minimizar el riesgo que pueden asumir los cotizantes de acuerdo con la edad.

El propósito de este esquema en el régimen de ahorro individual con solidaridad es aumentar el valor esperado de las pensiones a través de la optimización en la administración de los recursos según los diferentes perfiles de riesgo para los afiliados.

En la estructura de los multifondos se estableció que las administradoras de los fondos de pensiones manejarán criterios de diversificación de mercado en la composición de los portafolios de manera que sea posible identificar renta fija de renta variable y sus límites de inversión para que prevalezca el bienestar del cotizante; además, este cambio hace que los afiliados participen de manera activa de las decisiones de inversión de su ahorro pensional con base en su perfil de riesgo, su edad y sus preferencias.

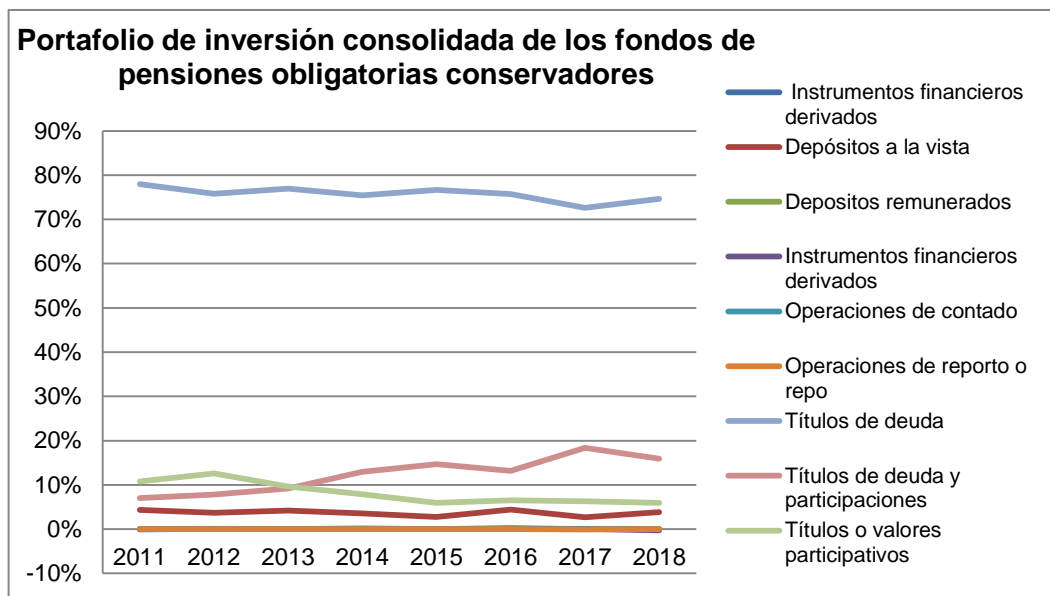
A continuación se presenta una serie de gráficos que reflejan el comportamiento de las inversiones en los diversos multifondos; se tomó 2011 como año de partida, que se caracterizó por la implementación de este esquema, y como período final el año 2018.

5.2. Fondo de pensiones conservador

En febrero del año 2011 entraron en funcionamiento los fondos conservador y de mayor riesgo, porque el moderado se constituyó en septiembre de 2010 con los recursos que ya traía el anterior portafolio obligatorio. La variación entre los diversos fondos se encuentra en su régimen de inversión (decreto 857 de 2011;

Presidencia de la República, 2011), lo que indica que los porcentajes que se invierten en renta fija, renta variable y activos del exterior presentan diferencias acordes con el perfil de riesgo del tipo de fondo y las disposiciones de los límites de inversión.

Gráfico No. 5. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias conservadores de 2011 a 2018



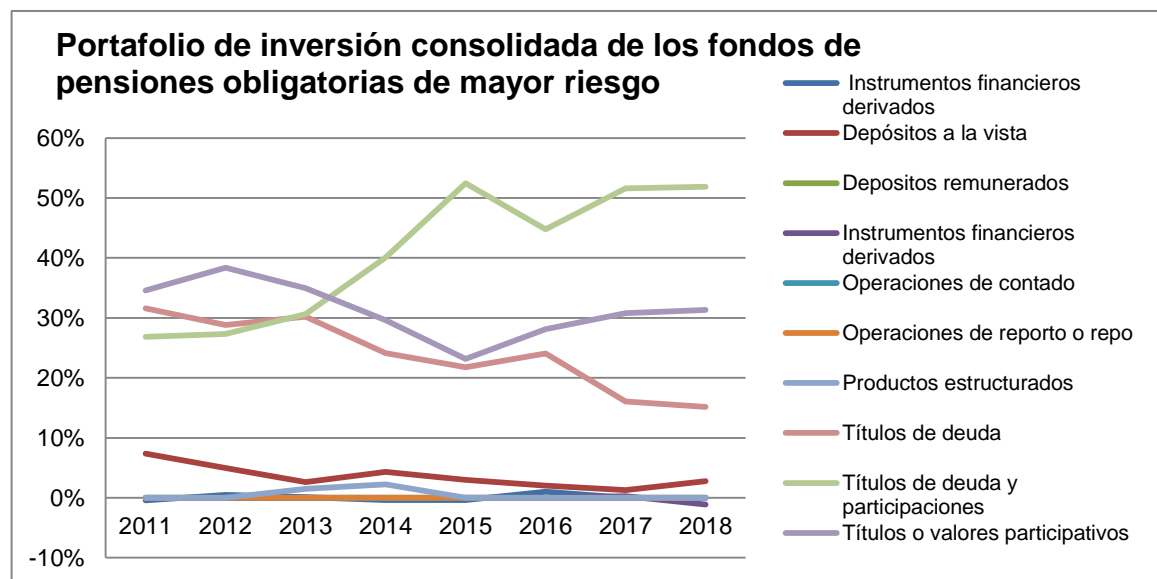
Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

Si se analiza la composición de las inversiones del fondo conservador de acuerdo con el gráfico No. 5, se observa que concentró en títulos de deuda un promedio del 75% de su portafolio, seguido de inversiones en títulos de emisores del exterior, con una participación promedio del 12%, y en títulos o valores participativos (renta variable) en promedio del 8%, de modo que ofreció un bajo nivel de riesgo y una rentabilidad moderada, que se dio por invertir los recursos en los mencionados tipos de títulos, que presentaron menor volatilidad y permitieron identificar el retorno sobre la inversión.

Al fondo conservador se van vinculando en forma paulatina los afiliados que por regla de convergencia están próximos a cumplir la edad de pensión y por ello no es necesario elegir para pertenecer a este fondo.

5.3. Fondo de pensiones de mayor riesgo

Gráfico No. 6. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias de mayor riesgo de 2011 a 2018



Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

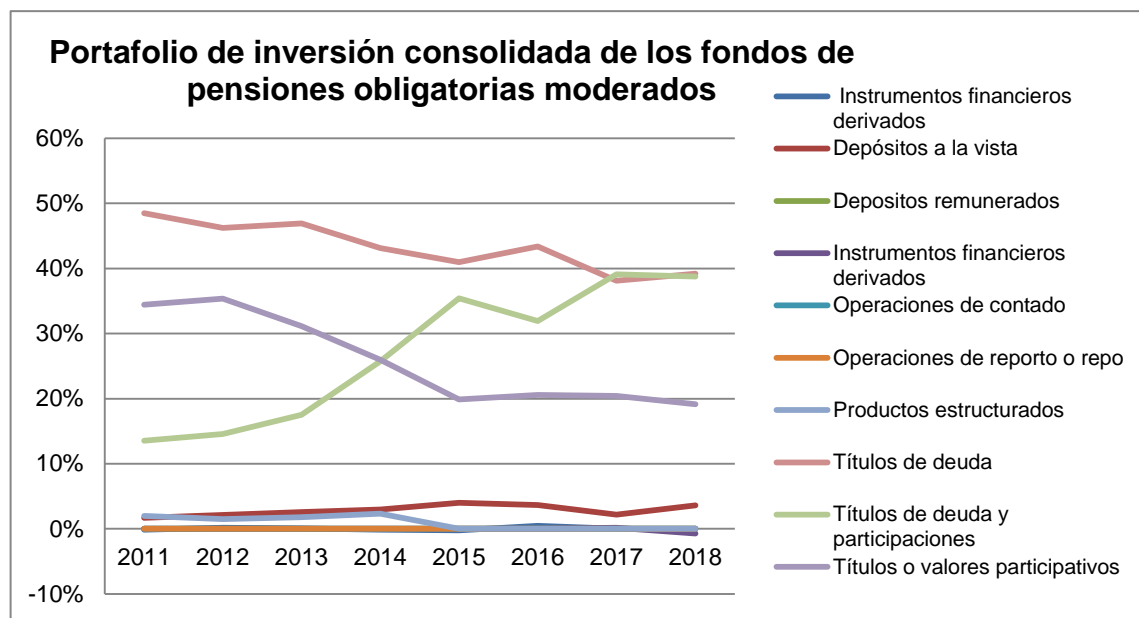
El fondo de mayor riesgo se dirige a los afiliados que están iniciando su vida pensional o para los que les falta más de diez años para pensionarse; este fondo es una muy buena opción, aunque esté expuesto a la volatilidad del mercado, pero con la posibilidad de recibir mejores rentabilidades en el tiempo; en la gráfica No. 6 se puede identificar que al iniciar a operar este esquema durante los años 2011 a 2014, los títulos o valores participativos (renta variable) presentaron en la composición una importante concentración en este tipo de inversiones, equivalente a cerca de un 34% del portafolio; al continuar el análisis de la

composición de portafolios, las inversiones en títulos de deuda y participaciones (emisores del exterior) se posicionaron al reflejar un aumento en promedio del 48% durante los años 2014 a 2018 en dicha categoría.

Con el ajuste en las reglas de asignación a los afiliados al tipo de fondo, según el decreto 959 de 2018 (Presidencia de la República, 2018), se permitirá que se consolide una mayor participación de inversión en renta variable y se establezca la proporción que en la actualidad está asignada en renta fija, como TES y deuda pública, para cumplir el propósito de la ley 1328 de 2009 (Congreso de Colombia, 2009).

5.4. Fondo de pensiones moderado

Gráfico No. 7. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias moderados de 2011 a 2018



Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

El fondo moderado es el que tiene la porción más alta en la administración de recursos frente a los demás, porque, al implementar los multifondos, los afiliados que no habían elegido su tipo de fondo fueron asignados por defecto en el moderado por las AFP. El objetivo de este fondo es incrementar con prudencia el dinero en el tiempo sin asumir demasiados riesgos, por lo que, en su composición de inversiones, de acuerdo con el gráfico No. 7, está concentrado en títulos de deuda, con alrededor de un 43% de su portafolio, al considerar como lapso de tiempo desde 2011 hasta 2018, seguido de la inversión en los títulos de deuda y participaciones (emisores del exterior), que presentaron un crecimiento a partir de 2015, para cerrar en 2018 con un 39% de participación del total del portafolio; en cuanto a renta variable, la inversión ha disminuido de 2015 en adelante, para quedar en 2018 en un 20% del total del portafolio.

Un objetivo claro de esta reforma pensional, reconocida como el esquema de multifondos, era incentivar a los afiliados para que eligieran su portafolio generacional, es decir, de acuerdo con su edad y su género, con el fin de que decidieran cuál fondo se ajustaba a las condiciones antes mencionadas, pero, a raíz de la misma desinformación y desconfianza de los cotizantes, tenían como preferencia ahorrar en el fondo moderado o, para los que no definían a cuál fondo pertenecer, por defecto los aportes se asignaban al ya mencionado, con lo que dejaron de percibir en un futuro posibles retornos adicionales debido a la alta concentración que existe en la actualidad en las inversiones de renta fija.

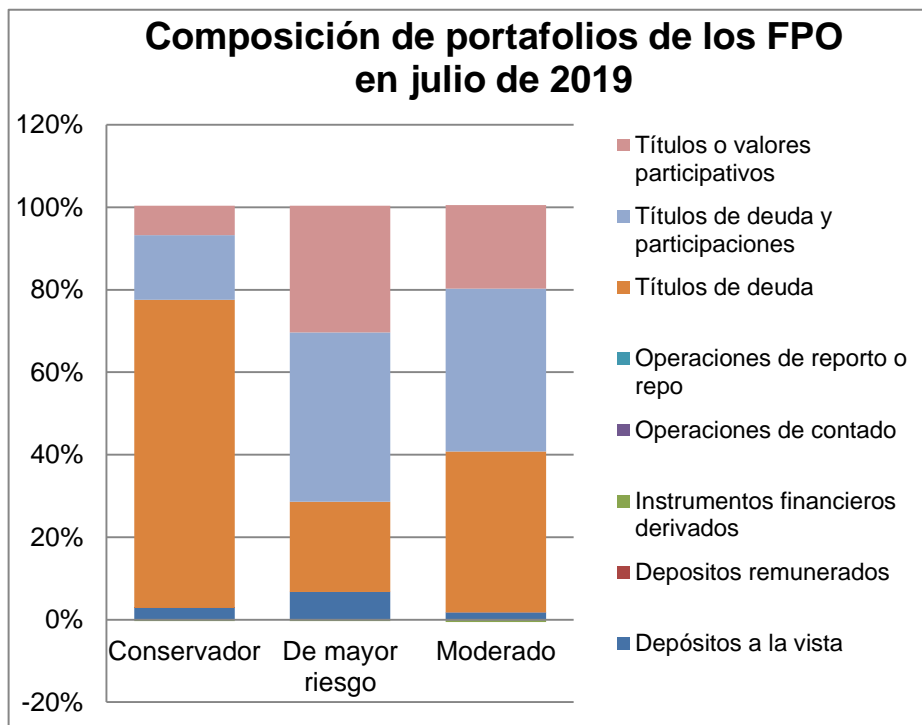
De acuerdo con lo antes expuesto, se constató la necesidad de afinar la ley 1328 de 2009 (Congreso de Colombia, 2009), mediante la modificación de las reglas de asignación por defecto a los multifondos, lo que se estableció en el decreto 959 de 2018 (Presidencia de la República, 2018). Los objetivos fueron: que los recursos de los afiliados se invirtieran de manera más eficiente para que generaran rendimientos y, por ende, mejores tasas de retorno para la vejez; que los aportes se destinasen al portafolio de inversión que de mejor manera se ajustase según la edad y el género (conservador, de mayor riesgo o moderado); que se estabilizase

la concentración de recursos y se asignasen al fondo que correspondiese, para que se pudiera invertir con eficiencia, con el propósito de obtener como resultado más alta rentabilidad.

5.5. Decreto 959 de 2018

A partir de marzo de 2019 empezó la vigencia del decreto 959 de 2018 (Presidencia de la República, 2018); por lo tanto, los nuevos aportes se rigen por esta norma y se empezaron a reflejar los movimientos generados por la asignación por defecto, lo que se puede identificar en la gráfica No. 8.

Gráfico No. 8. Portafolio de inversión consolidada de los fondos de pensiones obligatorias en julio de 2019



Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2019)

Con respecto a la composición de cada uno de los fondos (conservador, de mayor riesgo y moderado), se puede evidenciar en la gráfica No. 8 que se está llevando a cabo la asignación de los aportes de los afiliados al fondo que corresponde y se está invirtiendo los recursos en portafolios alineados con el tipo de fondo.

Por lo anterior, se analizaron los movimientos que presentaron los multifondos en julio de 2019; en cuanto al conservador, presentó una importante concentración de inversión en títulos de deuda pública, con una participación del 75% del total del portafolio del fondo en mención; en el de mayor riesgo, la inversión estuvo, en lo primordial, en los títulos de deuda y las participaciones (emisores del exterior), con el 41%, seguidos de los títulos o los valores participativos (renta variable), con el 31% del total del portafolio de mayor riesgo, y, por último el moderado, que presentó la inversión en títulos de deuda pública y en los títulos de deuda y participaciones del exterior, con una concentración cercana al 39% para cada título.

El ajuste en la asignación por defecto a los multifondos buscó dar orden a los portafolios para que se asignaran al que correspondía; un claro ejemplo son las inversiones de mayor riesgo, cuyo objetivo es generar mejores rendimientos en el largo plazo, para potencializar el ahorro de los jóvenes con mayores retorno, riesgo y rentabilidad; por tal razón, se hizo importante este ajuste en la norma para que las administradoras de fondos de pensiones ubicaran a los afiliados al fondo que se ajustara de acuerdo con su edad y su género; por lo tanto, se empezó a evidenciar y se puede identificar en la gráfica No. 8.

Además, este efecto también se reflejó en la cantidad de afiliados, lo que se puede visualizar en la tabla No. 2, que relaciona el número de afiliaciones al RAIS desde 2009 hasta mayo de 2019; en el último corte se evidenció la entrada en vigencia del decreto 959 de 2018 (Presidencia de la República, 2018) sobre la asignación por defecto, al pasar de tener 14 millones de afiliados en el cierre de 2018 a tener 2,4 millones en mayo de 2019 en el fondo moderado, lo que implica que la

variación en la cantidad de afiliados incidió en el aumento para el fondo de mayor riesgo, que quedó con 12,4 millones en 2019.

Tabla No. 2. Número de afiliados al RAIS de 2009 a mayo de 2019

Afiliados al RAIS desde 2009 hasta mayo de 2019				
Año	Moderado	Conservador	De mayor riesgo	Total de afiliaciones a los FPO
2009				8.741.656
2010				9.270.422
2011	9.586.143	416.415	36.508	10.039.066
2012	10.289.857	502.402	40.997	10.833.256
2013	11.078.160	617.568	43.214	11.738.942
2014	11.882.507	610.900	44.819	12.538.226
2015	12.645.429	603.930	46.832	13.296.191
2016	13.347.910	719.748	47.739	14.115.397
2017	13.935.164	857.054	49.438	14.841.656
2018	14.528.725	968.903	56.988	15.554.616
En mayo de 2019	2.440.924	1.016.897	12.472.201	15.930.022

Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018a; 2018b)

6. Conclusiones

En el análisis realizado se constató que los FPO han contribuido al crecimiento del sistema financiero colombiano. Como se puede observar, en el cierre del año 2018 el sistema ascendió su valor en activos a \$1.705 billones, cifra superior en \$141 billones a la de diciembre de 2017, que equivale al 5,7% y representa el 175,9% del PIB. La participación de las AFP fue de \$272,6 billones, correspondientes al tercer puesto en participación del sistema, antecedido por los establecimientos de crédito y seguido de las fiduciarias, lo que permitió identificar el crecimiento del sistema en general y de las AFP en particular.

El desarrollo de las AFP y su crecimiento prominente en el sistema financiero exigió que el Estado generara normas que permitieran su perfeccionamiento en la administración de recursos, puesto que se las anteriores estaban quedando cortas porque su esquema de inversión era muy limitado y representaba que hubiese una ineficiencia financiera en la conformación de los portafolios de inversión. En el análisis se evidenció la evolución y la importancia que ellos han tenido como uno de los actores principales en la estructura del mercado de capitales en cuanto a la dinamización de la demanda y al estímulo al ahorro de largo plazo.

Por lo anterior, el Estado debe continuar otorgando, manteniendo y creando normas que permitan el desarrollo del ahorro y la inversión, como la ley que dio paso a los multifondos, que permitió que los fondos pudiesen realizar mayores inversiones en otro tipo de instrumentos financieros diferentes a los tradicionales de inversión que, aunque siguen siendo los mayores tenedores de este tipo de inversión en el mercado de capitales, hoy en día pueden optar por demandar otro tipo de instrumentos financieros, que vayan en pro de buscar mejores rendimientos para sus ahorradores y así dar paso a una mayor profundidad; sin embargo, lo expuesto no se quedó aquí y para ello se promulgaron otras normas, que están buscando los objetivos de profundidad y liquidez requeridos.

Referencias

Congreso de Colombia (1993). *Ley 100 de 1993, de 23 de diciembre de 1993 por la cual se crea el sistema de seguridad social integral y se dictan otras disposiciones*. Bogotá: Congreso de Colombia. Recuperado de http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0100_1993.html

Congreso de Colombia (2009). *Ley 1328, de 15 de julio de 2009, por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones*. Bogotá: Congreso de Colombia. Recuperado de http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_1328_2009.html

Congreso de Colombia (2016). *Ley 1819, de 29 de diciembre de 2016, Por medio de la cual se adopta una reforma tributaria estructural, se fortalecen los mecanismos para la lucha contra la evasión y la elusión fiscal, y se dictan otras disposiciones*. Bogotá: Congreso de Colombia. Recuperado de http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_1819_2016.html

Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo (1996, mayo). *Misión de estudio del mercado de capitales*. Bogotá: Fedesarrollo, Banco Mundial y Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Recuperado de <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/1519>

Largacha Martínez, M. (2017). *Retos y avances del sistema pensional colombiano*. Bogotá: ANIF. Recuperado de http://anif.co/sites/default/files/memorias/miguel_largacha_-_presidente_de_consejo_directivo_asofondos.pdf

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020). *Presupuesto general de la Nación 2020*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Recuperado de

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntOrdenNacional/pages_presupuestogrlnacion

Presidencia de la República (2010a). *Decreto 2373, de 1 de julio de 2010, por el cual se establece el esquema de multifondos para la administración de los recursos de pensión obligatoria del régimen de ahorro individual con solidaridad y para las pensiones de retiro programado y se reglamenta parcialmente la ley **1328** de 2009*. Bogotá: Presidencia de la República. Recuperado de <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=39962>

Presidencia de la República (2010b). *Decreto 2949, de 6 de agosto de 2010, por el cual se modifica el decreto 2555 de 2010 y se establece la metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima que deberán garantizar las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías a los afiliados a los distintos tipos de fondos de pensiones obligatorias del esquema de "multifondos" y los períodos aplicables para su cálculo y verificación*. Bogotá: Presidencia de la República. Recuperado de <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1503766>

Presidencia de la República (2010c). *Decreto 2955, de 6 de agosto de 2010, por el cual se modifica el decreto 2555 de 2010, se establece el régimen de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y se reglamentan parcialmente la ley 100 de 1993, modificada por la ley 1328 de 2009, la ley 549 de 1999, la ley 550 de 1999 y el decreto-ley 1283 de 1994*. Bogotá: Presidencia de la República. Recuperado de <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1504103>

Presidencia de la República (2011). *Decreto 857, de 23 de marzo de 2011, por el cual se modifican los regímenes de inversión de los recursos de los fondos de cesantía y los de los fondos de pensiones obligatorias, bajo el título 12 del libro 6 de la parte 2 del decreto 2555 de 2010 y se modifica el artículo*

2.6.11.1.17 del título 11 del libro 6, de la parte 2 del decreto 2555 de 2010. Bogotá: Presidencia de la República. Recuperado de <http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=1179270>

Presidencia de la República (2012). *Decreto 709, de 10 de abril de 2012, por el cual se modifica el régimen de inversiones de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y de cesantías establecido en el título 12 del libro 6 de la parte 2 del decreto 2555 de 2010 y se dictan otras disposiciones.* Bogotá: Presidencia de la República. Recuperado de <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=46860>

Presidencia de la República (2018). *Decreto 959, de 5 de junio de 2018, Por el cual se modifica el decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las reglas de asignación por defecto a los afiliados en el esquema multifondos.* Bogotá: Presidencia de la República. Recuperado de <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=86764>

Superintendencia Financiera de Colombia (2009, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2009.* Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/10916>

Superintendencia Financiera de Colombia (31 de 12 de 2010, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2010.* Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10917>

Superintendencia Financiera de Colombia (2011, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2011.* Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10918>

Superintendencia Financiera de Colombia (2012, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2012.* Bogotá:

Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10081322>

Superintendencia Financiera de Colombia (2013, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2013*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10082535>

Superintendencia Financiera de Colombia (2014, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2014*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10084293>

Superintendencia Financiera de Colombia (2015, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2015*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10086157>

Superintendencia Financiera de Colombia (2016, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2016*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10088362>

Superintendencia Financiera de Colombia (2017, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2017*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10096805>

Superintendencia Financiera de Colombia (2018a, 15 de marzo). *Fondos de pensiones obligatorias*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/9118>

Superintendencia Financiera de Colombia (2018b, 31 de diciembre). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano diciembre de 2018*. Bogotá:

Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de
<https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10099775>

Superintendencia Financiera de Colombia (2019, 31 de mayo). *Histórico de resultados del sistema financiero colombiano mayo de 2019*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de
<https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10100956>