

ESQUEMA MULTIFONDOS EN COLOMBIA

**LINA MARCELA ISAAC MONTOYA
SEBASTIÁN SIERRA MEJÍA**

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2009**

ESQUEMA MULTIFONDOS EN COLOMBIA

**LINA MARCELA ISAAC MONTOYA
SEBASTIÁN SIERRA MEJÍA**

**Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar al título de
Abogado(s)**

ASESOR

DR. CAMILO PIEDRAHITA VARGAS

Jefe de la Escuela de Derecho de la Universidad Eafit

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2009**

Nota de aceptación:

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Medellín, octubre de 2009

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	7
1. CONSTITUCIONALISMO ECONÓMICO.....	9
1.1 INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN LA ECONOMÍA.....	14
1.2 PRINCIPIOS CONSTITUCIONALES DE ORDEN ECONÓMICO	19
1.3 OBJETIVOS Y FINES DE LA INTERVENCIÓN ESTATAL EN LA ECONOMÍA.....	25
1.4 DELIMITACIÓN DE COMPETENCIAS Y FUNCIONES DEL ESTADO EN MATERIA ECONÓMICA	30
1.5 ESTRUCTURA REGULADORA.....	32
2. EL MARCO REGULADOR PARA LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	33
2.1 LOS PRINCIPIOS DE LA REGULACIÓN Y OBJETIVOS REGULADORES.....	33
2.2 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES	39
3. RÉGIMEN DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES (AFP).....	42
3.1 PRINCIPALES DEFICIENCIAS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DE LAS AFP EN COLOMBIA.....	51
4. LOS MULTIFONDOS EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA FINANCIERA DEL 2009.....	61
4.1 MARCO LEGAL	61
4.2 PROYECTO DE LEY DE LA REFORMA FINANCIERA.....	63
4.3 REFORMA FINANCIERA.....	65
5. ESQUEMA DE MULTIFONDOS EN COLOMBIA	69
5.1 ANTECEDENTES Y ENTORNO DEL SISTEMA DE PENSIONES EN COLOMBIA	69
5.2 GENERALIDADES DEL ESQUEMA DE MULTIFONDOS	72
5.3 MEDIDAS QUE SE DEBEN INSTAURAR PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA DE MULTIFONDOS EN COLOMBIA.....	79
5.4 ASPECTOS POSITIVOS Y NEGATIVOS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA MULTIFONDOS	83
5.5 EXPERIENCIA DE LOS MULTIFONDOS EN AMÉRICA LATINA	88

6. CONCLUSIONES96
BIBLIOGRAFÍA.....99

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Límites de inversión por instrumento financiero.....	49
Figura 2. Composición del portafolio de las AFP	50
Figura 3. ¿Para qué la reforma financiera?	62
Figura 4. Distribución Multifondos Chile.....	89
Figura 5. Distribución Multifondos México	90
Figura 6. Distribución Multifondos Perú	91
Figura 7. Distribución Multifondos Colombia.....	92

INTRODUCCIÓN

Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías – AFP son instituciones financieras encargadas de administrar los recursos destinados a pagar las pensiones y las cesantías de los afiliados, es decir, de todos los colombianos que han cotizado a lo largo de su trayectoria laboral.

Por lo tanto, los dineros que obtienen las AFP son invertidos para generar una rentabilidad que garantice que el mayor número de trabajadores obtenga una pensión decente para su bienestar en los años de inactividad laboral. Sin embargo, el gran problema es garantizarle a todos los cotizantes una pensión adecuada. Es por esto que este tema ha generado un amplio margen de discusión dado que se encuentra comprometido el interés general de la sociedad, implicando la realización de una serie de estudios para superar los obstáculos y generar formulas que funden un avance significativo en este sector.

La presente monografía radica en el estudio y análisis de la implementación del esquema multifondos en Colombia como una alternativa, en la cual se elaborará un breve recuento sobre los fundamentos de la intervención del Estado colombiano en la economía. Otro de los objetivos será desplegar los principios constitucionales de orden económico para luego analizar los fines de la intervención estatal en la economía colombiana, sus delimitaciones de competencias, funciones y estructura reguladora.

En este orden de ideas, se continuará con un análisis del marco regulador para las instituciones financieras explicando las razones por las cuales, instituciones como los fondos de pensiones, requieren regulación. Luego se estudiará el régimen de inversión de los fondos de pensiones donde se desarrollarán las principales

deficiencias en el manejo de los portafolios de los fondos de pensiones obligatorias (FPO) en Colombia.

Se pasará a tratar el tema de los multifondos, inicialmente en el contexto de la reforma financiera del 2008 y posteriormente haciendo un enfoque más detallado de dicho esquema donde se considerarán aspectos, características y elementos fundamentales, tales como antecedentes y entorno del sistema de pensiones, deficiencias del sistema actual, generalidades y aspectos principales del esquema multifondos, para así finalizar con un sugestivo sondeo sobre la experiencia de los multifondos en América Latina.

El análisis jurídico y financiero descrito anteriormente, se elaborará con la finalidad de estructurar un estudio acerca de los efectos, tanto directos como indirectos, que pueda llegar a causar la implementación del esquema Multifondos en las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y en sus cotizantes, toda vez que se trata de un esquema o modalidad que vincula a todos los colombianos, y como tal, constituye una nueva etapa en la sociedad colombiana.

Por último es importante anotar que se implementará una metodología comparativa, entre el esquema actual del sistema de pensiones y el esquema propuesto por los multifondos, para así poder llegar a conclusiones concretas y finales que nos permitan identificar los avances que dicho esquema propone, y hacer un estudio para determinar si nuestro sistema está preparado para enfrentar los cambios.

1. CONSTITUCIONALISMO ECONÓMICO

Uno de los fundamentos del liberalismo clásico es la “Libertad del Mercado” suponiendo que éste está en capacidad de asignar los bienes y servicios de manera eficiente por sí mismo, por ello no se ve la necesidad de la intervención Estatal en el manejo económico. Como consecuencia de este pensamiento *“se vio afectado el ciclo de crecimiento económico debido a grandes recesiones y la creación de enormes monopolios privados, lo que generó que la mayoría de los trabajadores que sufrieron estas secuelas se opusieran a esta forma de operar de la economía, ya que esto sólo trajo insatisfacciones a la población”*¹.

Se dio un cambio en las ideas y se vio la necesidad de generar filosofías sobre de la importancia de otorgar garantías y protección para cubrir las necesidades básicas de la población. Es por esta razón que surgen propuestas para la creación de marcos normativos con los que se busca proteger los fines y objetivos que tiene la política económica dentro del país.

Lo anterior llevo a la creación de la concepción de un Estado benefactor, el cual busca garantizar la libertad individual y la propiedad privada, pero al mismo tiempo establecer límites a las actividades económicas en aras de salvaguardar el bienestar de la colectividad. Así se abre un espacio a la economía capitalista intervenida por el Estado en los aspectos económicos, a fin de garantizar una mayor protección social.

Con la Constitución Política de 1991 se incorpora la concepción de Estado Social de Derecho, el cual al tiempo que garantiza las libertades individuales, le establece límites a la propiedad privada en aras de la protección de los derechos

¹ Modelo Económico y Constitución. En: Debates de coyuntura económica, Noviembre de 2005. No. 62, p. 42.

económicos, sociales y culturales de la población, e incorpora mecanismos adecuados para hacerlos exigibles.

Pero ya en materia económica, se estructura un *“modelo económico mixto: social y de mercado, en donde la libertad económica es el instrumento a través del cual la persona procura su propio bienestar en un mercado donde impera el espíritu de lucro y al que todos tienen en algún grado oportunidad de acceso”*².

Así, al sostener que constitucionalmente en Colombia se maneja un modelo de economía mixta, lo que se busca es que se reconozca la importancia de la libertad económica en un país como el nuestro pero sin olvidar que el mismo tiene la necesidad de una intervención estatal. El artículo 333 C.P determina que *“la actividad económica y la iniciativa privada son libres”*, y reconoce al mismo tiempo que *“la libre competencia económica es un derecho de todos”*. Pero a ambos derechos se les imponen fronteras impidiendo que estos se trasformen en una libertad abusiva o competencia destructiva. Así la iniciativa privada debe estar dentro de los límites del bien común y la libre competencia es un derecho que impone responsabilidades.

Vemos cómo el artículo 58 C.P. se promulga para toda propiedad, esto porque se *“garantiza la propiedad y los demás derechos adquiridos con arreglo a las leyes civiles”*, pero se reitera que *“la propiedad privada es una función social que implica obligaciones”*, así se le asigna una responsabilidad a la propiedad, la cual es indispensable para lograr un crecimiento económico sostenible.

Así, al observar la formulación que hace la Constitución Política de 1991 sobre la libertad económica, se puede concluir que la propiedad avanza hacia la pluralidad

² http://www.acj.org.co/conceptos/concep_d-6348-2006.htm. 4 de agosto del 2009.

de formas y la libre iniciativa empresarial tiene un límite que se establece a partir de los derechos de los demás.

Por otro lado, la Constitución Política en su artículo 334 hace alusión al Principio de Dirección General de la Economía el cual estará a cargo del Estado. Así mismo la Constitución identifica el objetivo fundamental de esta dirección el cual es *“racionalizar la economía con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo y la preservación de un ambiente sano y, en especial, para dar pleno empleo a los recursos humanos y asegurar que todas las personas, en particular las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos”*.

Esta dirección se efectúa por medio de las tres ramas del poder público, pero será el ejecutivo el de mayor responsabilidad, ya que este tiene a su cargo la formulación de la política económica y de los planes de desarrollo.

La capacidad reguladora estatal también se encuentra en el artículo 373 de la C.P en el cual se le impone al Estado la obligación de velar, a través del Banco de la República, por el *“mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”*. De igual forma otro de los puntos en el que se destaca la intervención del Estado en la economía es en los aspectos relativos a los planes de desarrollo, por ejemplo el artículo 65 sostiene que *“el Estado promoverá la investigación y la transferencia de tecnología para la producción de alimentos y materias primas de origen agropecuario, con el propósito de incrementar la productividad”*; también está el artículo 340, que tiene una importancia especial, pues reviste la creación del Consejo Nacional de Planeación con una configuración mixta (Estado – Sociedad civil), para servir de foro para la discusión del Plan Nacional de Desarrollo; así mismo se encuentra el artículo 267 el cual determina que *“la vigilancia de la gestión fiscal del Estado incluye el ejercicio de un control financiero de gestión y*

resultados fundado en la eficiencia, la economía, la equidad y la valoración de los costos ambientales”.

Encontramos el artículo 366 de la Carta Política el cual sostiene que el *“bienestar general y el mejoramiento de la calidad de vida de la población son finalidades del Estado. Será objetivo fundamental de su actividad la solución de las necesidades insatisfechas de salud, de educación, de saneamiento ambiental y de agua potable”* y para dar cumplimiento a este objetivo el gasto público social deberá ser prioridad sobre cualquier otra asignación, en los planes y presupuestos de la Nación.

La posición que asume la Corte Constitucional frente a la libre iniciativa económica y el derecho a la libre competencia, es afirmar que estos derechos no son absolutos y que ellos deben ceder ante el bien común y el interés general, lo cual puede hacer el legislador, pues si la libre competencia económica es un derecho de todos, ésta igualmente supone responsabilidades y será la ley la que delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exija, entre otros factores, el interés social.

En éste sentido expresa la Corte:

Es verdad que la Constitución establece la libre competencia como principio, que ella plasma la libre iniciativa privada y la libertad de empresa, que la libertad económica está garantizada y que la gestión estatal debe cristalizarse en medidas que impidan su obstrucción o restricción “...La Carta Política no ha acogido un modelo económico determinado, exclusivo y excluyente, y en que sus normas deben ser interpretadas de manera armónica y coherente, evitando posiciones absolutas, por lo cual la libertad del individuo se encuentra atemperada en la preceptiva constitucional por la prevalencia del interés colectivo, por las competencias de intervención y regulación a cargo del Estado y por los principios de razonabilidad y proporcionalidad que la doctrina de esta Corte ha prohijado”.

Y más adelante aclara: *“En un Estado Social de Derecho, dentro del cual el Poder Público asume responsabilidades tales como la racionalización de la economía, el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo, no menos que la de promover la productividad y la competitividad, y que tiene a su cargo la orientación de la política económica hacia el desarrollo armónico de las regiones, la libre competencia no puede erigirse en derecho absoluto ni en barrera infranqueable para la actividad de intervención del Estado. La libre competencia económica no excluye en modo alguno la injerencia del Estado para alcanzar fines que le son propios, como los indicados en los artículos 64, 65 y 66 de la Constitución”*.³

Y de la misma manera, la Corte en Sentencia C-043 de 1998 expresa lo siguiente:

*“...la libre iniciativa privada no puede erigirse como un derecho absoluto ni como un obstáculo insuperable para la actividad de intervención del Estado, particularmente en materia económica y de servicios públicos. Es así como el propio artículo 333 de la Carta permite el desarrollo de dicha iniciativa privada, pero “... dentro de los límites del bien común” y, a su vez, faculta a la ley para delimitar su alcance “... cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación.”*⁴

Así pues, como Estado social de derecho, Colombia debe cumplir unas funciones claramente determinadas en lo social, lo político y lo económico; y como tal se fundamenta en la prevalencia del interés general, en el servicio de la comunidad y en la promoción de la prosperidad general dentro de un contexto del respeto a los principios y a los derechos fundamentales del hombre y de la sociedad. Es por esto que el Estado debe cumplir una serie de funciones en la economía,

³ Corte Constitucional, Sentencia C-398/95. Magistrado ponente: José Gregorio Hernández Galindo.

⁴ Corte Constitucional, Sentencia C-043/98. Magistrado ponente: Vladimiro Naranjo Mesa.

impuestas por la Carta Política, a través de las instituciones previstas para tal fin, lo cual implica una intervención clara y obligatoria del Estado en el sector financiero y bursátil.

Con las referencias constitucionales a las que se ha hecho alusión, podemos entonces observar cómo opera ese modelo mixto en Colombia. Así queda en evidencia que existe una libertad económica pero limitada a través de un intervencionismo estatal, el cual se ha hecho cada vez más necesario.

1.1 INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN LA ECONOMÍA

La política y la planeación económica se identifican como las herramientas teóricas y prácticas más relevantes en el escenario de la moderna intervención del Estado en las economías nacionales, pues se constituyen en acciones coordinadas del Gobierno para modificar o reorientar el crecimiento económico y el desarrollo económico a corto y largo plazo.

Del análisis de la Constitución colombiana se deducen varios ángulos de intervención económica por parte del Estado. Por esta razón en asuntos económicos debe efectuarse una intervención especial, no simplemente para ser parte de ellos imponiendo su autoridad y su poder, si no que su intervención siempre deberá tener significados más profundos que se expresan generalmente a través de diferentes manifestaciones como: controlar, dirigir, organizar, participar, examinar, proteger e inclusive sancionar en el caso de ser necesario. Todo esto con miras a corregir y perfeccionar las fallas que se encuentran en la sociedad y específicamente en el mercado.

La intervención Estatal se presenta en diferentes ámbitos, así por ejemplo, es posible encontrar intervenciones del Estado para determinar la estructura o el

sistema económico que va a regir los destinos económicos de un país; o regular y administrar los recursos dedicados a las satisfacción de las necesidades sociales; para racionalizar todas las actividades de carácter económico o reglamentar la actuación de sus agentes y la vida económica en general; para restringir determinadas actividades, proteger los derechos individuales o colectivos; para buscar el mejoramiento de la calidad de vida de la población a través de programas de desarrollo social y crecimiento económico, etc.

Precisamente el equilibrio del desarrollo social y el crecimiento económico no siempre se logra satisfactoriamente a través del libre mercado, porque éste por naturaleza está lleno de imperfecciones de todo tipo que pueden llegar a desviar los objetivos inicialmente propuestos, por lo cual se ve obligado el Estado a tener una participación activa para proponer y ejecutar todas las acciones correctivas o de control que sean necesarias.

En este sentido, en nuestro modelo mixto no sería lógico que existiese un Estado neutro o que actúe de forma pasiva, esperando a que el mercado por si mismo solucione los desvíos o fallas que por naturaleza éste tenga, pues deberá asumir una actitud participativa e intervencionista.

Hay varias razones fundamentales por las cuales se justifica la intervención del Estado en la economía. Una de ellas es que éste ayuda a prevenir crisis financieras. Adicionalmente, el Estado, al intervenir activamente en la economía, ayuda a lograr los fines que se persiguen, por medio de dicha intervención se puede también implementar algunas herramientas o instituciones las cuales pueden incidir directamente en la capacidad de consumo de la gente, en la oferta empresarial y la productividad de ésta, en el nivel de ahorro de la población, y colateralmente en la inflación e incluso en el valor de la moneda. Por otro lado el Estado puede crear un marco que garantice unas condiciones ideales o al menos

aceptables para todos los actores económicos, ya que de no ser así se crearía un conflicto que puede llevar a la ruina a toda la economía⁵.

La gran mayoría de las limitaciones legales y Constitucionales establecidas a la libre actividad económica serán examinadas desde una óptica de la necesaria regulación jurídica que debe establecer toda sociedad o comunidad que busque una convivencia pacífica y armónica.

De manera que deberá predominar el bien común o interés general ante el ejercicio de la libre actividad económica e iniciativa privada, en otras palabras, la primacía del interés público y social sometido al interés particular. Postulados que se encuentran reiteradamente en los artículos 58, 333, 335, 336 de la actual Carta Política bajo las cuales se han expedido numerosas leyes y decretos dictados bajo el ámbito de las facultades de dirección y de intervención Estatal, así como la Ley o estatuto del consumidor, régimen antimonopolio, leyes marco del sector financiero, estatuto general de competencia en Colombia, leyes de servicios públicos, entre otras; con la cuales no solo se fijan límites a la actividad económica, si no que se adelantan controles, se determinan restricciones y todas las demás prohibiciones⁶.

La Corte Constitucional en relación a lo anterior sostiene:

Precisamente el artículo 333 de la Carta le fija límites a la libertad de empresa y de contratación en aras del interés social. Obsérvese que en el artículo se precisa que "la actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común", que "la empresa, como base del desarrollo, tiene

⁵ ECHAVARRÍA OLÓZAGA, Hernán. El Sentido Común en la Economía. Capítulo 8: Problemas de la intervención estatal. Textos de lectura para universitarios latinoamericanos. Octava edición, 2003, p. 226.

⁶ MORALES ALZATE, John Jairo. Derecho Económico Constitucional. Capítulo sexto: El Estado en la economía. Cuarta Edición ampliada, Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez, 2002. p. 161.

una función social que implica obligaciones", y que "la ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la nación." Por lo tanto, el mismo artículo 333 sirve de sustento constitucional a los límites que se establecen en los textos legales demandados para la libertad de empresa y de contratación.

Más adelante aclara: *"De otra parte, el artículo 334 señala que la dirección general de la economía está a cargo del Estado... "*, y continúa diciendo *"...para racionalizar la economía con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo..."*⁷

No será posible considerarse como interferencia del Estado o inclusive pensar que se obstruya la libre actividad económica, si se ha cumplido con el principio constitucional establecido por el artículo 334, ya que éste se creó para *"Racionalizar la economía"*.

Dice la Corte Constitucional: *"...con objetivos tan específicos como los que señala el artículo 334 de la Constitución: se racionaliza la economía con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes y la distribución equitativa de las oportunidades, y asegurar que todas las personas, en particular las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos."*⁸

Consagra la Constitución de 1991 la intervención económica del Estado a través del contenido normativo de los artículos 334 y 335. La Carta actual formaliza todas las instituciones intervencionistas, consagrada en la reforma de 1936, confirmando sus preceptos con nuevos conceptos y principios en las enmiendas de 1945 y

⁷ Corte Constitucional, Sentencia C – 579/99. Magistrado ponente: Dr. Eduardo Cifuentes Muñoz

⁸ Corte Constitucional, Sentencia C – 560 de 1997. Magistrado ponente: José Gregorio Hernández Galindo

1968, hasta llegar a la Constitución de 1991 la cual considera los siguientes postulados:

Artículo 333: “La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la ley.

La libre competencia económica es un derecho de todos que supone responsabilidades.

La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones. El estado fortalecerá las organizaciones solidarias y estimulará el desarrollo empresarial.

El Estado, por mandato de ley, impedirá que se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará y controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional.

La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación.”

Artículo 334: “La dirección general de la economía estará a cargo del Estado. Este intervendrá por mandato de la ley en la explotación de los recursos naturales, en el uso del suelo, en la producción, distribución, utilización y consumo de los bienes, y en los servicios públicos y privados, para racionalizar la economía con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo y la preservación de un ambiente sano.

El Estado, de manera especial, intervendrá para dar pleno empleo a los recursos humanos y asegurar que todas las personas, en particular las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos. También para promover la productividad y la competitividad y el desarrollo armónico de las regiones”.

Art. 335. “Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito”.

Los primeros dos de dichos postulados son, a su vez, explicados de manera clara y concreta por la Corte Constitucional en Sentencia C- 252 de 1998:

El primero de estos artículos, el 333, consagra la libre competencia, la que desde luego opera en el sistema financiero, como un derecho que supone responsabilidades, y advierte que la empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que impone obligaciones. El segundo artículo citado, 334, le atribuye al Estado la responsabilidad de intervenir en la economía para que

todas la personas, en particular las de menores ingresos "...tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos..."⁹

1.2 PRINCIPIOS CONSTITUCIONALES DE ORDEN ECONÓMICO

Siguiendo con el presente análisis, la Constitución de 1991 contiene un sistema económico estructurado bajo una serie de principios, instituciones y reglamentaciones de orden económico que sitúan al Estado Colombiano como un modelo de mercado con reconocimiento expreso de la propiedad privada, de la libre actividad económica e iniciativa privada, en un marco de libre competencia consagrado con un rango de derecho fundamental, y de la misma manera se establece la opción de obtener utilidades y ganancias individuales; junto con ello se encuentra una acentuada intervención del Estado en todos los campos, la cual se manifiesta expresamente en la carta a través de la imposición de numerosas limitaciones y restricciones, lo cual permite concluir que la misma libertad que la Constitución consagra es precaria y en ciertos aspectos muy limitada.

La libre actividad económica como fundamento principal de carácter económico consagrado en la Constitución Política debe ser considerada como una libertad que no es absoluta ni abstracta si no que está se ejerce dentro de las numerosas limitaciones que le impone la misma Constitución, y que además está construida para un Estado Social de Derecho.

Dicha libertad tiene limitaciones subjetivas y objetivas. Las primeras son establecidas con un carácter filosófico y dentro de una concepción general de comportamiento dentro de la comunidad; como por ejemplo: la función social que debe cumplir la propiedad, los motivos de utilidad pública y de interés social; y las limitaciones de carácter objetivo son aquellas establecidas por la Constitución y la Ley para regular actividades específicas e independientes, como por ejemplo los límites que se establecen a la actividad financiera¹⁰.

⁹ Corte Constitucional, Sentencia C - 252 de 1998. Magistrado ponente: Dra. Carmenza Isaza de Gómez.

¹⁰ LEGUIZAMÓN ACOSTA, William. Derecho Constitucional Económico. Primera parte, Capítulo III: Principios económicos de origen liberal. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez, 2000, p. 49.

Al Estado le corresponde vigilar que la libre actividad económica no atente contra otros derechos fundamentales consagrados en la misma carta y que éste, por medio de su función regularizadora y estabilizadora, examine las fallas del Mercado, los mecanismos de control de precios y en general toda la estructura del mercado en pro de proteger a la comunidad de las prácticas desleales o del ejercicio ineficiente de la economía.

Se puede entender el sistema económico como un sistema orgánico en donde cada una de sus partes se integra y se relaciona con las demás de forma armónica y coordinada, de tal manera que se configura una dependencia reciproca entre todas para el cumplimiento de las funciones económicas.

Se puede ver que el estado cumple la función de ente organizador y administrador de la economía, y es sobre él que recae la responsabilidad de orientar y dirigir todas sus actividades, mediante las diversas estrategias que se adopten para solucionar los problemas que se presenten en el desarrollo económico y social, justificando de esta manera la intervención del Estado en la economía y al mismo tiempo otorgándole una facultad regulatoria a través de la norma jurídica. En otras palabras, la Constitución de 1991 le ordena al estado intervenir en todas las actividades que conforman el sistema económico.

Son muchas las alternativas que puede utilizar el Estado para ejercer su facultad interventora en la economía; la extensión y el exceso de rigor reglamentario terminan brindando un amplio cuadro de herramientas con los cuales el Estado colombiano puede asumir sus funciones dentro de una alto grado de intervención que toca todos los aspectos de la vida económica del país, mediante los mecanismos de intervención establecidos en los artículos 333, 334 y 335 de la Carta, y en otras normas de carácter constitucional, como el artículo 150, numeral 19, literal d). *“Todo enmarcado para garantizar la prevalencia de principios de*

*justicia y equidad, pues debe recordarse que la Constitución desde su Preámbulo busca que se "garantice un orden político, económico y social justo"*¹¹.

La Carta Política considera que el Estado debe cumplir, a través de las instituciones que tenga previstas para ello, algunas funciones de carácter económico, las cuales serán estudiadas a continuación:¹²

- **Dirección Económica**

Debido a que existe la necesidad de establecer unos objetivos concretos de política económica para lograr un crecimiento socio-económico, una estabilidad económica y una eficiente distribución de recursos, al Estado le corresponde ordenar de manera adecuada y eficaz toda su actividad económica por medio del establecimiento de funciones y limitaciones necesarias a cargo de los diferentes entes creados para ejecutarlas y dirigir las.

Es decir, el Estado se encuentra encargado de la dirección de la economía, tal como lo determina el artículo 334 de la Constitución. Se encuentran facultados extraordinariamente para ello: el Congreso de la República a través del artículo 150 de la Carta Política, donde se le otorga la facultad para realizar leyes marco o para aprobar el plan de desarrollo y de inversiones públicas, lo mismo que para regular las actividades financieras, bursátil y aseguradora; el Presidente de la República por medio del artículo 189 de la misma, donde se le reconoce la posibilidad de ejercer potestad reglamentaria mediante la expedición de decretos. Éste tendrá el deber de inspeccionar, vigilar y controlar a las personas que realicen actividades financiera, bursátil y aseguradora a través de sus superintendencias; y el Banco Central en el artículo 371 de la misma carta política. Cada uno con funciones específicas, diseñadas con la intención de que puedan

¹¹ Corte Constitucional, Sentencia C – 252 del 1998. Magistrado ponente: Dra. CARMENZA ISAZA DE GÓMEZ.

¹² Las funciones económicas a cargo del Estado que se estudian, son extraídas de LEGUIZAMÓN ACOSTA. Op. cit, p. 108.

intervenir y corregir el rumbo de la economía en base a los hechos que se vayan presentando, los cuales justifiquen la aplicación de algunas medidas previstas para ciertos eventos que sean considerados de emergencia para la constitución.

- **Función de regulación económica**

La regulación del Estado en la economía es una herramienta primordial por medio de la cual se implementa una actuación interventora del Estado en todos los campos de la economía.

Esta función se lleva a cabo, en primer lugar, por parte del Congreso de la República, ya que éste es el órgano representativo de la voluntad del pueblo, el cual se manifiesta por medio de las leyes, las cuales regularan las relaciones económicas existentes en la sociedad.

En segundo lugar, esta función la desarrolla el poder ejecutivo el cual actúa respetando el marco de facultades que le determina la Constitución y las cuales desarrolla vía decretos reglamentarios. Esto complementa la estructura normativa por medio de la cual se pretende direccionar el comportamiento económico del país.

Esta función la cumple el Estado por medio de las normas que regulan la actividad económica pretendiendo garantizar la convivencia pacífica y la vigencia de un orden justo, principios sobre los cuales gira la actividad económica.

Las normas jurídicas vigentes son las encargadas de determinar específicamente el grado de control e intervencionismo estatal en la economía, las cuales en algunos casos pueden llegar a prohibir cierto tipos de conductas, mientras que para otros casos las restringe o las permite con plena libertad, esto ya dependerá

de las necesidades existentes y del interés público, sea éste general o particular para dar cumplimiento a los objetivos acreditados en la Constitución.

Actualmente no está en discusión la necesidad existente de que el Estado intervenga en la economía, principalmente para corregir las fallas del mercado, teniendo en cuenta que éste por lo general genera imperfecciones que afectan a la sociedad. También para la búsqueda de una distribución eficiente de bienes y recursos y porque existe la obligación de determinar las normas de comportamiento para el manejo del sistema económico, para que el país no resulte en una anarquía o en un caos total.

La Constitución le ordena al Estado, tal y cómo se explicó anteriormente, actuar dentro de los principios y conceptos expresamente definidos y determinados en ella. La función del Estado de regular la economía está concebida en nuestro ordenamiento Constitucional como la fórmula para solucionar todos los conflictos que acontecen en la realidad económica.

Es evidente una continua expedición de leyes, decretos, resoluciones, y normas de todo tipo para generar un cierto grado de seguridad jurídica, aunque a través de esta función reguladora del Estado no se logran solucionar todos los conflictos ya que esta normatividad está sujeta a factores externos, a su incumplimiento o violación, y en la mayoría de los casos determinada a capricho de los funcionarios de turno, lo que puede desembocar, no en una eficaz intervención, si no en una grave crisis de ineficiencia institucional.

Ello evidencia que en algunas ocasiones las actuaciones del Estado en materia intervencionista se pueden convertir en obstrucciones o interferencias indebidas, lo cual puede terminar eliminando la iniciativa privada y obstaculizando el libre ejercicio de las actividades económicas ya que la legislación colombiana es extensa en normas de regulación y dirección económica, por lo tanto está limitada en gran medida el principio de la libre iniciativa privada y genera el surgimiento de la

corrupción y de los sobre costos que afectan a la economía en general. Se busca una regulación, pero de la misma manera esta debe ser limitada solo a los aspectos relevantes, es decir, limitarse a corregir las fallas de mercado dado que la teoría económica de la regulación va dirigida a la protección del interés general y a cumplir los objetivos de la regulación de la constitución, en concreto dirigidos a los aspectos de la finalidad jurídica y económica de la regulación, los cuales son, el interés social, la explotación de los recursos naturales, el uso del suelo, en la producción, distribución, utilización y consumo de los bienes, y en los servicios públicos y privados (artículo 333 y 334 de la Constitución Política).

- **Función con fines de Protección**

Básicamente este tipo de intervención busca el desarrollo global y social del país, el cual envuelve la búsqueda del mejoramiento de la calidad de vida de la población, satisfaciendo las necesidades básicas de la sociedad tal como lo son; la salud, la educación, el mínimo vital, vivienda, empleo, justicia, seguridad y cubrimiento de necesidades básicas, entre otras. De la misma manera se podrá incluir la búsqueda de una justa y adecuada distribución de la riqueza y las oportunidades para el desarrollo individual.

Se justifica una intervención estatal ya que ésta va de la mano con la protección de los derechos fundamentales económicos y sociales, así como la propiedad privada, la libre competencia, evitar el abuso de la posición dominante en el mercado, y velar por la calidad de los bienes y servicios que suministran las empresas del sector público y privado a sus consumidores.

Son los anteriores, los campos en los cuales debe intervenir el Estado en forma activa y directa, como mandato constitucional y gracias al poder soberano que tiene para actuar.

- **Función de Control y Vigilancia**

El control se manifiesta en todos los niveles de la sociedad, el Estado ejerce control en la economía a través de las políticas macroeconómicas, las cuales controlan los precios del mercado, el salario mínimo o máximo, las tasas de interés, la usura en las tasas de interés, la tasa de cambio, la prohibición de monopolios particulares, las normas laborales, entre otros aspectos.

En Colombia se encuentra organizado todo un sistema con grandes proporciones cuyo origen se encuentra en la Constitución Política, la cual controla y vigila las actividades del Estado y de los particulares. Por ejemplo hay unos órganos encargados de llevar a cabo estas funciones como lo son las contralorías, auditorías internas y externas, personerías, procuradurías, superintendencias de todos los sectores, el banco central, etc.

- **Función sancionadora del Estado**

El Estado, por medio de numerosas leyes, se encuentra facultado para sancionar conductas de carácter económico siempre y cuando estas sean consideradas ilícitas o contravencionales. Estas son clasificadas dentro de un estilo de graduación que van desde sanciones administrativas hasta sanciones penales, o incluso pueden encontrarse simples multas pecuniarias. Dichas sanciones generalmente obligan al pago de indemnizaciones y además pueden llevar al decomiso o incautación material.

1.3 OBJETIVOS Y FINES DE LA INTERVENCIÓN ESTATAL EN LA ECONOMIA

Se puede observar en el artículo 334 de la Constitución Política Colombiana que el fin de la intervención estatal en la economía es *“conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes”*, este puede ser considerado como un objetivo para lograr el propósito final el cual es el de *“promover la prosperidad general”*. Así

“servir a la comunidad, garantizar la efectividad de los principios, derechos y deberes, facilitar la participación de todos en las decisiones que los afectan en la vida económica, mantener la integridad territorial”, son estos solo los medios para lograr ese fin fundamental del Estado el cual es conseguir la prosperidad general.

Para *“lograr el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes”* son necesarios uno objetivos claros como la búsqueda de la racionalización de la economía, la distribución equitativa de oportunidades y beneficios del desarrollo, el pleno empleo de los recursos humanos, asegurar un acceso efectivo a los bienes y servicios a todas las personas, promover la productividad, competitividad y el desarrollo integral de las regiones.

También hay otros objetivos que se persiguen con la intervención Estatal, los cuales se derivan específicamente de la política económica, también presentes en la Constitución como lo son el crecimiento económico y el desarrollo social, con la estabilidad económica y con la eficiente distribución de los recursos del Estado. Estos son los cuatro objetivos sobre los cuales descansa la obligación del Estado para la dirección de la economía y la intervención que debe ejercer por mandato Constitucional.

En palabras de la Corte:

En este sentido, aparte de los fines propios de la intervención del Estado en la economía que se señalan en el artículo 334 de la CP, la libertad de empresa - en el lenguaje de la CP "la actividad económica y la iniciativa privada" - y la libre competencia, pueden ser delimitadas por la ley cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación (CP art. 333). La seriedad y razonabilidad de las medidas legales limitativas de la actividad económica, no la coartan. Por el contrario, la restricción legal persigue conciliar los intereses de la actividad económica libre con los que demanda la atención del bien común, en un sistema que en razón de sus fundamentos debe guiarse por el principio pro libertate. De ahí que, a título de garantía adicional, se disponga que "las leyes de intervención económica, previstas en

el artículo 334 (...) deberán precisar sus fines y alcances y los límites a la libertad económica" (CP art. 150-21)"¹³.

Se considera pertinente hacer un desarrollo de algunos de los objetivos y fines que persigue el Estado a través de la intervención en la economía¹⁴, específicamente los que consideramos más relevantes para el tema que nos ocupa:

- **Racionalización de la economía**

Colombia se caracteriza por ser un Estado paternalista y benefactor, por lo tanto el término racionalización económica debe ser entendido como la búsqueda del crecimiento económico y el desarrollo social para promover la prosperidad y la competitividad, términos que están relacionados con la consecución de la eficiencia y la maximización de la producción con el menor esfuerzo posible, en condiciones de excelencia en cuanto a la calidad de los bienes producidos y en concordancia con los principios de la libre competencia, promovidos por el artículo 333 de la Constitución. En pocas palabras la racionalización se encamina a buscar un mejoramiento de la calidad de vida y el bienestar de la comunidad.

La racionalización, tal y como se dijo anteriormente, es un sistema que propende al crecimiento económico, el cual es medido a través de la producción y sus indicadores (Producto Interno Bruto), y se logra con éste el desarrollo social del Estado, traducido en términos de mejoramiento de la calidad de vida a través de la satisfacción de las necesidades básicas de la población y con los servicios públicos: justicia, seguridad, la protección de los derechos, en general las necesidades básicas a las cuales el Estado debe dar prioridad.

¹³ Corte Constitucional, Sentencia C – 415 de 1994. Magistrado ponente: Dr. Eduardo Cifuentes Muñoz

¹⁴ LEGUIZAMÓN ACOSTA, William. Derecho Constitucional Económico. Segunda parte, Capítulo III: Principios básicos de la intervención estatal. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez, 2000, p. 173.

- **Distribución equitativa de las oportunidades y beneficios del desarrollo**

También el artículo 334 de la carta política consagra la distribución equitativa de las oportunidades y beneficios del desarrollo como principio que busca encaminar la economía al servicio de la sociedad.

Esto quiere decir que la actividad económica no siempre contiene una acción social para todos los casos, si no que cuando está se orienta hacia la consecución de unos fines determinados de ejecución para el Estado debe entenderse que la acción estatal necesariamente deba cumplir aquellos parámetros que buscan el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes por medio de la distribución equitativa de las oportunidades y beneficios del desarrollo. Lo que aquí se busca es que el Estado distribuya entre todos sus asociados los recursos disponibles entre la sociedad buscando la máxima satisfacción de las necesidades básicas. Dicha distribución deberá realizarse bajo unos ideales de justicia racional o natural.

- **Dar pleno empleo a los recursos humanos**

El desempleo es lo que inyecta mayor debilidad a la economía del mercado, y a pesar de los innumerables programas que existen para mejorar las condiciones de trabajo, las dificultades que se presentan en razón a esto no han sido posibles de erradicar por completo.

Sin embargo se ha pensado que el Estado por medio de políticas fiscales y monetarias intervenga en este aspecto aumentando el nivel de la actividad productiva. Ello, en muchas ocasiones, impulsado por el gasto público. En realidad aquí lo importante no es evitar un estado de déficit en las cuentas nacionales, si no remediar los problemas de pleno empleo a corto plazo y por medio de otras

medidas complementarias se buscará reducir o por lo menos mantener bajo los parámetros del déficit.

Esta intervención estatal se cuestiona permanentemente ya que los problemas económicos que sufren los países se originan por medio del desequilibrio de las cuentas nacionales y del déficit fiscal. Vale aclarar, que nuestra Constitución, en relación al pleno empleo, se inclina por mantener la postura Keynesiana¹⁵ y de perseguirlo a través de una postura paternalista e interventora del Estado.

- **Promover la productividad y la competitividad**

La productividad y competitividad son términos que deberán ser analizados junto con otros conceptos, tal y como lo son la ineficiencia, calidad, rentabilidad, cantidad, producción, costos, información comparativa, y mejoramiento; términos cuyo significado está dirigido al mejoramiento de la calidad de vida de los colombianos según la Constitución Política.

Según Leguizamón Acosta los siguientes conceptos pueden entenderse como:

“La productividad, la cual está relacionada con la eficiencia y calidad de la producción, una medida que mantiene un mejoramiento continuo y permanente para brindar una mayor rentabilidad bajo los menores costos empleados en cada uno de los bienes y servicios que se producen. Esta se

¹⁵ Por Keynesianismo se entiende: Sistema que consideraba al desempleo y la mala distribución del ingreso y de la riqueza como los grandes males de la economía, problemas que se plantearon resolver a través de la intervención del Estado. El interés final de Keynes fue poder dotar a unas instituciones nacionales o internacionales de poder para controlar la economía en las épocas de *recesión* o *crisis*. Este control se ejercía mediante el gasto presupuestario del Estado, política que se llamó *política fiscal*. La justificación económica para actuar de esta manera, parte sobre todo, del *efecto multiplicador* que se produce ante un incremento en la *demanda agregada*. Tomado de PREBISH, Raúl, Introducción a KEYNES. 4ª ed. México – Buenos Aires, Fondo de cultura económica, 1960.

encuentra íntimamente ligada a la tecnología, a la investigación y a la capacidad de los habitantes.

Por su lado la eficiencia significa que los bienes y servicios producidos por la economía se obtengan realizando la menor utilización de los recursos posibles, el mayor individual o colectivo y la obtención mayor de valor agregado posible.

Y la competitividad; surge como consecuencia de la mayor productividad demostrada por el sistema económico, de tal manera; que los bienes y servicios puestos en el mercado presenten condiciones más favorables, en cantidad, calidad y precio, frente a la producción de los otros mercados Nacionales o extranjeros.”¹⁶

Promover la productividad y competitividad es precisamente el compromiso que la Constitución ha puesto sobre el Estado para poder combatir las deficiencias que se presentan en nuestro sistema productivo, la cual evidentemente nos pone en posición de desventaja en el ámbito internacional. Lo que se busca con esta intervención del Estado en la productividad y competitividad es aumentar los estándares de calidad de vida.

1.4 DELIMITACIÓN DE COMPETENCIAS Y FUNCIONES DEL ESTADO EN MATERIA ECONÓMICA

Ya se había establecido anteriormente que el Estado tiene a su cargo la función de la dirección general de la economía, así se establece en el artículo 334 de la Constitución Política y en concordancia con los artículos 150, 179, 200 y 371 de la misma, se concluye que tanto el Congreso Nacional como el Presidente y Banco de la República, están directamente facultados, mediante funciones específicas

¹⁶ LEGUIZAMÓN ACOSTA. Op. cit. p. 198.

para adelantar todas las actividades de dirección económica en Colombia. Estos organismos cumplen funciones autónomas e independientes pero que deben tener una colaboración conjunta para la realización de los fines que con ellas se pretende alcanzar y deben llevarse a cabo bajo los principios de *especialización, claridad, programación integral, coherencia macroeconómica, equilibrio presupuestal y de planificación*.

Es el Congreso Nacional quien tiene la máxima responsabilidad en los asuntos económicos del país, este debe regular todos los aspectos de la actividad económica, fijar los criterios, objetivos, precisar sus fines y alcances; y, establecer los límites a la libertad económica, sobre los cuales se debe basar el Gobierno para ejecutar todas sus políticas económicas, en definitiva no hay ninguna actividad económica que se encuentre por fuera del control institucional del Congreso¹⁷.

La rama ejecutiva del poder público cumple funciones relacionadas con el cumplimiento y ejecución de las leyes, con el evidente propósito de garantizar privilegios y libertades de los colombianos. Particularmente el Presidente tiene facultades naturales de inspección y vigilancia bajo los parámetros del artículo 150, numeral 8, esa inspección y vigilancia se adelanta para las actividades financieras, bursátil y aseguradora, según lo establecido por la ley en desarrollo de la clausula general de competencias; también tiene bajo su cargo presentar el plan nacional de desarrollo e inversiones públicas, tiene potestad reglamentaria por medio de la expedición de decretos, resoluciones y órdenes necesarios para llevar a cabo el cumplimiento de las leyes, estas son unas de las funciones que le son otorgadas al ejecutivo en materia económica por mandato Constitucional¹⁸.

¹⁷ MORALES ALZATE. Op. cit. p. 162.

¹⁸ MORALES ALZATE, Op.cit. p. 166.

1.5 ESTRUCTURA REGULADORA

En relación a la estructura reguladora, para que la rama ejecutiva pueda reglamentar un tema específico es necesario que exista una ley marco, que sirva como referente. En el tema concreto de la regulación de los fondos de pensiones, es necesario que preexista una ley marco que autorice al Gobierno desarrollar dicho tema, lo cual puede hacer por medio de agencias independientes o ministerios. Para el caso de la implementación del esquema multifondos, es la Constitución la que consagra que la regulación debe radicarse en cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público al no existir agencias independientes para el efecto, y por su parte la función de supervisión y vigilancia es delegada, por parte del Presidente, a la Superintendencia Financiera.

Es por ello que se va a estudiar el marco regulador de las instituciones financieras y sus componentes principales, como los son los objetivos reguladores que son las razones por las cuales instituciones como los fondos de pensiones requieren regulación y que es lo que se espera que la regulación genere de beneficios a la comunidad.

2. EL MARCO REGULADOR PARA LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

2.1 LOS PRINCIPIOS DE LA REGULACIÓN Y OBJETIVOS REGULADORES

En este capítulo se estudiarán las razones por las cuales las instituciones financieras requieren regulación y lo que se espera de ésta regulación. Para ello es importante entender que la regulación significa dictar normas de conducta, y específicamente la regulación financiera significa establecer normas que gobiernen el comportamiento comercial en el sistema financiero¹⁹. Estas reglas comerciales son necesarias para reconciliar los intereses en conflicto de los participantes del sistema comercial. Por ello podemos sostener que la regulación financiera busca mantener un marco legal y ético dentro del cual el comercio pueda progresar en pro de todos los implicados.

Pero la regulación financiera no se centra únicamente en la búsqueda de la eficiencia económica o de elevarla. Tiene además otro tipo de objetivos como salvaguardar el sistema contra riesgos sistémicos, los cuales se presentan por medio de desordenes o potenciales conmociones financieras, las cuales pueden tener origen en factores que van desde un evento geopolítico, hasta la quiebra de una corporación específica, es decir, el calificativo “sistémico” es explícito en cuanto a que supone una inestabilidad que afecta a todo el sistema financiero²⁰. Es necesario proteger a los consumidores de comportamientos oportunistas de los proveedores de servicios financieros y además alcanzar una serie de objetivos sociales. Para alcanzar estos objetivos son necesarias una serie de medidas o herramientas a las cuales los reguladores acuden, como por ejemplo: verificar la existencia de una política de competencia o antimonopolio, implementar

¹⁹ CARMICHAEL, Jeffrey y POMERLEANO, Michael. Desarrollo y regulación de instituciones financieras no bancarias, Banco Mundial. Ediciones MAYOL 2005. p. 21

²⁰ <http://www.revistaperspectiva.com/blog/?p=171>

estándares de revelación de información, se dicten reglas sobre conflictos de intereses, se den estándares de suficiencia de capital, exigencias de liquidez, exigencias de inversión, entre otras.

Sin embargo persiste la pregunta sobre la importancia de la regulación, ya que en varias ocasiones se ha observado que el sistema financiero puede funcionar eficientemente por su propia cuenta y que a veces funciona aun más eficiente cuando no hay regulación. Ello no significa que los mercados funcionen de manera perfecta porque en la realidad se ha comprobado que no existen mercados perfectos ya que todos presentan fallas por diversas razones, y es precisamente esa la razón por la cual se justifica la intervención reguladora: las fallas del mercado y su impacto en la eficiencia económica²¹. Se pondera entonces en los costos relativos, es decir, se justifica que haya regulación cuando el costo de la falla del mercado sea mayor a los costos que implica la regulación misma, y es por ello que, en relación a las medidas que los reguladores deben emplear, se comprometan a elegir las que aborden de mejor manera las fallas del mercado involucradas. Es por esto que debemos sostener que la justificación de la regulación no debe considerarse de manera permanente, sino que debe presentarse un proceso continuo de revaluación de los costos y beneficios de la regulación.

Como bien acabamos de sostener, los mercados financieros no producen siempre resultados eficientes o competitivos y esto es gracias a alguna de las siguientes razones²²:

²¹ CARMICHAEL. Op.cit. p. 24.

²² CARMICHAEL. Op.cit. p. 24.

- **Conducta anticompetitiva**

La competencia en el sector financiero generalmente es fomentada por parte del gobierno por medio de los beneficios que este sector trae a la economía en general. Estos beneficios incluyen *“un acceso mejorado a capital para las empresas, crédito más barato y préstamos para vivienda para los consumidores, un mejor acople entre las necesidades financieras de unidades de déficit y superávit, transacciones más baratas y mayor capacidad para manejar riesgos”*.

Las fuerzas del mercado son los principales determinantes de la competencia. El papel de la regulación de competencia es asegurar que esas fuerzas operen efectivamente y que no sean obviadas por participantes en el mercado. Adicional a esto una política de competencia debe de implementar unas reglas que estén diseñadas para tratar con la estructura de las industrias, es decir crear leyes sobre fusiones y antimonopolios, reglas diseñadas para evitar el comportamiento anticompetitivo y reglas para asegurar que los mercados se mantengan impugnables, asegurando que la entrada y salida de los mismos sea relativamente libre.

- **Conducta impropia en el mercado**

Para que los mercados financieros operen de forma eficiente y efectiva, los participantes de dichos mercados deberán actuar con integridad y deberán tener una información concreta para que los juicios que estos produzcan sean verdaderamente informados. Es por estos requerimientos que se puede observar algunos de los problemas que suelen afrontar los mercados en relación con la conducta, sea mala o sea buena, de todos sus participantes.

Básicamente las dos conductas impropias presentadas más comúnmente en los mercados financieros son: la conducta injusta o fraudulenta y la publicación inadecuada de información sobre la cual se basarán futuras decisiones de inversión. A esta regulación encaminada a combatir las fuentes de las fallas del mercado se le conoce generalmente como “Regulación de integridad” o de “Conducta en el Mercado”. Dicha regulación pretende prevenir prácticas fraudulentas o injustas en el mercado, y a través de esta protección, también busca originar confianza sobre la eficiencia y la justicia de los mercados.

Precisamente, para la prevención de prácticas fraudulentas o injustas en el mercado, se señalan aquellos aspectos en los que se enfoca la regulación de integridad del mercado, encontrando que se hallan entre ellos la revelación de información, restricciones de entrada mediante licencias, responsabilidades de Gobierno y fiduciarias (incluida mas no limitada a la remoción de conflictos de intereses), algunas condiciones de fortaleza financiera mínima (exigencias de capital cuando las promesas financieras involucradas lo justifiquen) y las conductas de reglas empresariales como: prohibición de negociaciones entre quienes poseen información privilegiada, retención de información de comisiones, manipulación de mercados y publicidad falsa o desorientadora.

- **Asimetría de la información**

Esta fuente que también produce fallas en el mercado, surge cada vez que los productos o servicios son de gran complejidad y la comunicación por sí sola no es suficiente para habilitar a los consumidores para que estos puedan tomar sus decisiones de manera informada. Esto suele suceder, independientemente de la información que se publique, ya que los compradores y vendedores nunca pueden encontrarse igualmente informados sobre los productos o servicios respectivos de la negociación.

El problema se encuentra en la complejidad de los productos e instituciones que los ofrecen, casos para los cuales la respuesta general es la inserción de un cuerpo regulador entre el proveedor del servicio y el consumidor del mismo, por medio del cual se busca implementar una serie de normas de comportamiento para el proveedor y así garantizar en mayor medida el cumplimiento efectivo de las promesas que este haga.

La forma de regulación que busca contrarrestar los problemas de la información asimétrica, normalmente es conocida como “Regulación prudencial”. Habitualmente las instituciones o actividades financieras que realizan este tipo de regulación lo hacen en base a un juicio crítico, lo que se observa en la práctica es que estos se incluyan en la recepción de depósitos y seguros, sin embargo se puede ver que algunos países se extienden hasta programas de pensiones, corredores de títulos, y otras instituciones financieras.

La regulación prudencial supera la falla de la información asimétrica, sustituyendo en cierta medida los juicios de algunas instituciones financieras reguladas o sus consumidores por un regulador, que entre a superar esa grieta en la información. Dicho regulador trata de limitar los riesgos, que de no ser así, asumirían las instituciones financieras y sus clientes, los cuales podrían enfrentar un problema de “Riesgo Moral”. Ya queda como obligación del Gobierno identificar cuándo se justifica esta regulación para que la misma sea eficiente y no se use indiscriminadamente en todas las ocasiones produciendo un problema de sobrecostos. Lo que realmente se debe buscar es que el regulador adopte las medidas que corrijan la falla del mercado pero al mínimo costo posible.

Se puede concluir entonces que la regulación prudencial implica la imposición de reglas o estándares que gobiernen el comportamiento prudencial de las Instituciones Financieras que hacen cierto tipo de promesas, tratando de minimizar el riesgo que puede producir o que puede generar el hecho de que estas

instituciones resulten incapaces de cumplir las promesas financieras que han hecho.

- **Inestabilidad sistémica**

Otra de las fuentes que produce fallas del mercado, es la inestabilidad sistémica. El sistema financiero opera eficientemente solo cuando los participantes del mercado confían en su habilidad para desarrollar los papeles para los cuales fueron creados.

Se puede ver que aunque más sofisticada sea la economía, esta será más dependiente a las promesas financieras y tendrán una vulnerabilidad mayor a las fallas del sistema financiero en relación al cumplimiento de las promesas.

La inestabilidad sistémica surge cuando una institución no cumple sus promesas, generando pánico general, ya que los individuos temen que promesas similares hechas por otras instituciones tampoco sean cumplidas. Este contagio genera una crisis de las instituciones, las cuales podrían ser sólidas pero que el miedo general las lleva a un agotamiento o su fracaso.

Las crisis sistémicas tiene mayor vulnerabilidad en el sistema de pagos donde las obligaciones son liquidadas entre instituciones financieras. Este es el centro de la estabilidad de los sistemas financieros modernos, y las fallas de las instituciones involucradas en dicho sistema puede perturbar las liquidaciones de deudas y transacciones comerciales, trastornando de esta manera la economía en general. Esta inestabilidad sistémica también puede provenir de otros tipos de trastornos en el mercado, como colapsos en los precios de las acciones e incluso la falla de una sola institución, cuando la misma sea participe de una compleja red de transacciones. En últimas el riesgo sistémico es altamente preocupante cuando existe el máximo potencial para perjudicar a la economía real.

Lo que se debe buscar para evitar la inestabilidad sistémica es el mantenimiento de un entorno macroeconómico sostenible el cual presente una estabilidad razonable de precios en los mercados, tanto de productos como de valores. Ello se logra por parte del gobierno el cual tiene la responsabilidad de formular una política monetaria y fiscal sólida. También es importante contar con un sistema sólido de instituciones financieras para respaldar la estabilidad sistémica.

Por último vale aclarar que la efectividad de la regulación va encaminada a que tan bien y tan efectivamente cumple el regulador de las instituciones o de un producto financiero su objetivo de contrarrestar las fallas del mercado en función de los costos. No se puede pensar que la efectividad de la regulación únicamente está medida por la eliminación de las fallas del mercado, si no que también exige que el costo de eliminar dicha falla no sea superior al costo de la misma.

La efectividad se reduce, al respaldo o soporte disponible del regulador (efectividad del respaldo político, legal y financiero en términos de habilitar al regulador para llevar a cabo sus deberes) y la implementación reguladora (efectividad de las herramientas y técnicas empleadas por el regulador), es decir, la efectividad reguladora depende tanto del respaldo disponible para el regulador como de los métodos o herramientas que este utilice para implementar sus facultades y responsabilidades reguladoras.

2.2 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Pasaremos ahora a analizar el tema de la regulación financiera en los fondos de pensiones, dado que sobre estas instituciones financieras es que centraremos nuestro estudio.

En un sistema financiero desarrollado, los principios para la regulación de pensiones obligatorias están relativamente bien definidos. La principal decisión que debe enfrentar un gobierno es definir la seguridad y eficiencia que en el sistema pensional quiere lograrse. Si el público inversionista es poco sofisticado, la balanza deberá inclinarse hacia la búsqueda de la seguridad, sacrificando parte de la eficiencia. Por otro lado, cuando los mercados están bien desarrollados y tiene un alto nivel de integridad, la regulación debe ir dirigida a promover la competencia y la capacidad de elección del inversionista, en tanto que el enfoque regulador debe dirigirse fundamentalmente a la licencia, la revelación de información y gobierno corporativo. Se puede observar que la utilización de medios reguladores que pretendan restringir la inversión y establecer tasas de retorno garantizadas, serán muy irrelevantes²³.

En las economías de los mercados emergentes, la situación será más incierta, ya que los ideales de competencias y capacidad de elección del inversionista tienden a ser objetivos de largo plazo, el problema que se presenta es en saber cómo pasar lo mejor de un sistema que está cercano a la banca rota a uno en el que el pasivo de pensiones a largo plazo sea manejable, sumándose a la complejidad para conseguir implantar un sistema de pensiones abierto, competitivo, que habitualmente tiene que luchar con mercados de capitales subdesarrollados, limitado en reservas de divisa y con parámetros reguladores deficientes.

Una exitosa reforma en pensiones puede lograr eliminar un pasivo financieramente debilitante y conseguir incrementar los ahorros nacionales. Él mismo puede ser una fuente de desarrollo de mercado de capitales y un estímulo para el crecimiento e innovación financiera. También puede ser una solución para el desequilibrio de la riqueza dentro de la comunidad. Es por las anteriores razones que se debe iniciar en el país el proceso de reforma pensional. Lo que

²³ CARMICHAEL. Op.cit. p. 109.

genera duda es saber cuál es la mejor manera de manejar esa transición y en especial, saber cómo explotar de mejor forma las concordancias entre el sistema de pensiones y los mercados domésticos de capitales.

Se debe entender entonces, que la reforma en el sistema de pensiones trae elementos donde las industrias de fondos de pensiones están sujetas a una regulación muy estricta a la estructura de la industria (limitadas licencias y uno o dos fondos por proveedor), a la composición de portafolios (restricciones de inversión y exclusiones) y al desempeño (mezcla de tasas máximas y mínimas de retorno respaldadas por fondos de garantías).

Las regulaciones más restrictivas han sido las que gobiernan la composición de portafolios. Se tiene como ejemplo los países de Chile, Perú y Uruguay en los cuales se encuentra que las restricciones estructurales creaban una falsa impresión de oportunidad de elección para el inversionista²⁴. Mientras estas restricciones estén vigentes, los portafolios de los fondos serán básicamente idénticos y la competencia entre los mismos insignificante.

Así, el proceso de reforma de pensiones va dirigido al tema de la restricción de portafolios, incluyendo la exclusión de cierta clase de activos de mayor riesgo. Esto podría generar un sistema de pensiones obligatorio sólido en el que se siga dando la regulación, en el cual los inversionistas individuales con buena formación financiera tenga la libertad de elegir entre un rango manejable de proveedores y productos competitivos, sistema que finalmente tenderá a dar los máximos beneficios a todos los involucrados.

²⁴ CARTA FINANCIERA. Panel: Reforma financiera y bancarización. Octubre – diciembre de 2008. No. 144. p. 31.

3. RÉGIMEN DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES (AFP)

En Colombia el sistema financiero se compone principalmente de instituciones financieras (bancos, corporaciones financieras, etc.) y las entidades de control (Superintendencia Financiera) en función de la captación de recursos (ahorro) del público. Igualmente, se puede entender como parte del sistema, la financiación que se otorga a los emisores de valores a través del mercado público de valores colombiano, lo que a su vez implica la participación de dichos actores, de los comisionistas de bolsa y de la Superintendencia de Financiera en función también de la captación de dineros (inversión) del público.

Como es inherente a su naturaleza, la principal labor del sistema financiero es promover los recursos necesarios para que la economía de un país pueda evolucionar, mediante la colocación de dineros que previamente ha captado del público, es decir la realización de intermediación financiera²⁵.

Como se ha tratado en capítulos anteriores, la actividad financiera y bursátil colombiana encuentra expresas referencias en la Constitución Política, la cual es norma de normas en nuestro ordenamiento jurídico. Es por esto, que la Constitución Política faculta al Congreso de la República, para que éste, en su calidad de legislador, expida leyes de carácter general, en las cuales se indiquen los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno al momento de expedir las normas reguladoras de la actividad financiera y bursátil. Así mismo, la Superintendencia Financiera, como entidad perteneciente a la rama ejecutiva del poder público, con facultades regulatorias en virtud del fenómeno de “deslegalización”, constantemente expiden circulares y resoluciones que regulan el detalle de la actividad financiera.

²⁵ ASOBANCARIA. El sector Financiero: Estructura, desarrollo y perspectivas. 1982. p. 21.

Es importante recordar que el sistema financiero colombiano se ha estructurado sobre la base filosófica de la Banca especializada, *“es decir en un sistema financiero en el cual existen diversas instituciones financieras, tales como Bancos, administradoras de fondos de pensiones, corporaciones financieras y sociedades fiduciarias, las cuales prestan cada una sus respectivos servicios financieros especializados de acuerdo con su particular naturaleza”*²⁶.

Dentro de las entidades del sistema financiero, se cree importante hacer énfasis en las sociedades de servicios financieros, las cuales son instituciones financieras que si bien captan recursos del ahorro público, por la naturaleza de su actividad, se consideran como instituciones que prestan servicios complementarios y conexos con la actividad financiera. Las sociedades de servicios financieros más importantes son las administradoras de fondos de pensiones y cesantías y las sociedades fiduciarias.

Las sociedades administradoras de fondos de pensiones (AFP) tienen por objeto exclusivo la administración y manejos de los fondos de pensiones y de cesantías, tanto obligatorios como voluntarios. Como resultado de su actividad principal, y debido al gran tamaño de los recursos que administran los fondos de pensiones (actualmente 74.9 billones de pesos²⁷), se han constituido recientemente como el inversionista institucional más importante del país y por lo tanto juegan un papel definitivo en la dinámica del mercado público de valores colombiano y en la negociación de los títulos de deuda pública soberana de Colombia²⁸.

²⁶ http://www.camaco.es.com.co/modules/ContentExpress/img_repository/sistema%20financiero.pdf Septiembre 22 del 2009. p. 3

²⁷ <http://www.asofondos.org.co/VBeContent/newsdetail.asp?id=15&idcompany=3>

²⁸ <http://knol.google.com/k/anonymous/sociedades-administradoras-de-fondos-de/25rnn7f9hqann/1#>. Septiembre 22 del 2009.

Su régimen de inversiones está definido en su mayoría por las regulaciones expedidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y en el caso de los fondos de pensiones voluntarias dicha regulación se desarrolla específicamente en el reglamento de colocación.

Igualmente y debido a que son instituciones con un importante portafolio de inversiones en el exterior o en moneda extranjera y por lo mismo con riesgo cambiario, se han convertido recientemente en constantes contrapartes en contratos de cobertura transnacionales por lo general utilizando el contrato marco ISDA 1992.

En Colombia el mandato que el legislador da, en relación al establecimiento del régimen de inversión en los fondos de pensiones, es encontrar el equilibrio entre la seguridad, la rentabilidad y la liquidez para las pensiones de los trabajadores, y esos recursos deben ser administrados por las administradoras, con base en los límites que establece el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda y es a éste al que le corresponde, por medio de decretos, definir el régimen de inversiones, imponiéndose así un sistema de límites a las inversiones con una sola excepción, la cual es el límite a las inversiones en deuda pública interna y externa, nacional y territorial²⁹.

Establece el artículo 100 de la Ley 100 de 1993 que: *“Con el fin de garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno a través de la Superintendencia Bancaria, previo concepto, que no será vinculante, de una comisión del Consejo Nacional Laboral o el organismo que haga sus veces...”*

²⁹ Circular Externa 050 del 2008. Título IV, Capítulo Cuarto. Régimen de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias.

Es por ello que las administradoras de fondos de pensiones deben de invertir los recursos en activos de la más alta rentabilidad esperada y el menor riesgo posible, ya que dada la función de los fondos de pensiones, la tarea de las AFP es hallar las más rentables oportunidades de inversión. Por otro lado los efectos de la rentabilidad mínima de la regulación actual incentivan un comportamiento manada³⁰, por medio del cual todas las AFP operarán bajo una misma política y ofrecerán idénticos servicios, lo cual no estimula la competencia por altos rendimientos. Por su lado el margen de solvencia estimula la concentración en títulos de deuda pública local y castiga a los administradores por la generación de rendimientos. Por último, el esquema de comisiones trae consigo una desalineación de intereses del afiliado y el administrador³¹.

Es indudable que los fondos de pensiones obligatorios tienen una gran importancia en los mercados financieros y además estos también cumplen un papel fundamental en la sociedad como responsables de los beneficios pensionales futuros de los cotizantes. Pero es evidente que el desempeño de los portafolios de los fondos de pensiones en Colombia es financieramente ineficientes ya que 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. Esta situación plantea la necesidad de modificar el componente de administración de activos, generando una flexibilización del régimen de pensiones, modificando las comisiones por rendimiento, y/o con instituciones que promuevan la competencia y paguen por el rendimiento. Ello para mejorar el desempeño de los fondos de pensiones obligatorias, pensando en el beneficio,

³⁰ Se entiende por comportamiento manada: *“...cuando varios participantes del mercado consideran que el juicio de otros participantes es el adecuado porque probablemente cuenten con mejor información, y en consecuencia deciden imitar sus acciones.”* Tomado de <http://www.mexiconews.com.mx/columnas/59003.html>

³¹ PARADA DAZA, J. Rigoberto. Los fondos de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y sus rentabilidades históricas. *En*: Revista Economía y Administración. Vol. 039, 2002, p. 56.

tanto de afiliados como de administradores, y que contribuya esto al desarrollo y estabilidad de los mercados financieros en general.

Es por esto que los fondos de pensiones deben de dar mayor relevancia a la gestión de activos, generando los máximos retornos posibles de acuerdo con la estructura de los pasivos, sus necesidades de liquidez y la tolerancia del riesgo de sus afiliados. En torno al objetivo de inversión, el cual es promover los más altos rendimientos posibles, se debe de dar una regulación en base a unos principios prudenciales: 1) Se debe incluir principios de seguridad, rentabilidad y liquidez del portafolio como un todo. Esto a partir de estrategias de administración del riesgo las cuales pueden ser la diversificación de las inversiones y el ajuste entre activos y pasivos³². Para esto es importante definir reglas moderadas, procedimientos y controles dirigidos a los administradores de los fondos de pensiones con el fin de asegurar que la inversión de los activos se realice de manera prudente y cuidadosa, con la habilidad y destrezas técnicas requeridas, y con la debida diligencia; 2) también es necesario que los administradores definan 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 deben ser revisadas periódicamente; 3) adicionalmente es necesario que se establezcan estrategias de financiación que aseguren que las contribuciones y los retornos de las inversiones se corresponderán con los pasivos potenciales en la medida en que maduren las inversiones; 4) debe establecerse también 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, determinando los límites al portafolio los cuales sean afines con esos principios prudenciales de seguridad, rentabilidad y liquidez que siempre deberán estar presentes en el régimen de inversión de los fondos administradores de pensiones,

³² MARTÍNEZ, Ó; MURCIA, A. Desempeño financiero de los fondos de pensiones obligatorias en Colombia, En: Reporte de Estabilidad Financiera, Banco de la República, marzo 2007.

lo que también implica la necesidad de promulgar normas legales que establezcan una base apropiada, transparente, solida y pública para valorar los activos de los fondos con fines contables, elaboración de reportes actuariales y financieros a partir de la utilización de los precios del mercado³³.

Todos estos aspectos anteriormente mencionados, son aspectos que idealmente debería de contener el régimen de inversión que opera actualmente en los fondos de pensiones en Colombia para la estructuración de los portafolios de inversión, pero en la práctica la regulación que hace el organismo facultado para el efecto es algo incompleta ya que deja desprovistos algunos de ellos, como la promoción de la competencia entre las entidades, la estimulación de un mejor comportamiento del administrador buscando la generación de mayores rentabilidades, radicando todo el riesgo en cabeza del afiliado dada la existencia de un régimen incompleto de inversión, y por último, con la presencia de la rentabilidad mínima que genera el efecto manada y un régimen de comisión única que no incentiva rendimiento, lo cual lleva a que se presenten las incongruencias, deficiencias y crisis financieras originadas a través de los vacíos que contiene el régimen de inversión actual.

La principal responsabilidad del Ministerio de Hacienda Pública, como autoridad reguladora, será generar una regulación sobre fondos de inversión y el desarrollo de esta industria, lo cual debe tener relación con la existencia de flujos de información suficiente, veraz y oportuna, a objeto de promover la transparencia del mercado. Otro elemento fundamental radica en la importancia del funcionamiento de los mercados de valores y así mismo se ve necesaria una adecuada fiscalización y regulación del sistema, por la presencia de conflictos de interés³⁴ que son inherentes a la administración de recursos de terceros, por parte de una

³³ SUPERINTENDENCIA BANCARIA, Anuario Estadístico: Entidades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, 1995, p. 82

³⁴ JARA, Diego. Borradores de Economía”: Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones. 2006, Vol. 000. p. 42.

entidad que a su vez administra recursos propios, ya que el administrador pretende mayor comisión a menor esfuerzo versus el interés del afiliado que requiere un mayor rendimiento y atrevimiento de la administradora para que le genere una mayor rentabilidad.

Esto implica que se deben adoptar las medidas apropiadas para que los fondos de pensiones sean gestionados y administrados de acuerdo con los intereses de los participantes y sus beneficiarios, por lo tanto un monitoreo eficaz debe enfocarse en el cumplimiento de las normas legales, en el control financiero, en la evaluación actuarial y en la evaluación de los administradores. Lo cual implica establecer organismos de supervisión apropiados, con los asesores técnicos adecuados y la financiación requerida, con el fin de liderar una supervisión interna o externa cuando sea necesario, especialmente cuando se puedan presentar problemas o inconvenientes. Estos organismos de control deben de tener poder de regulación y monitoreo lo cual les permita prevenir las irregularidades en los métodos utilizados en el régimen de inversión. Ello sin incurrir en el problema actual de la regulación, el cual es proferir normas que limitan de tal forma que llevan a que no se observe una diversificación de fondos, con lo cual se genera que no haya competencia sino comportamientos estandarizados por parte de las administradoras, lo cual tiene una incidencia directa en la generación de rentabilidades.

Por otro lado, haciendo un estudio de la actual regulación, se puede observar cómo la Superintendencia Financiera, mediante la Circular Básica Jurídica, Título IV, Capítulo Cuarto y el Decreto 1557 de 2001 establece los límites específicos para que los fondos de pensiones realicen sus inversiones.

A continuación se presentan unos gráficos que contienen la delimitación de las inversiones dispuesta en la regulación del Ministerio de Hacienda Pública, para mayor claridad en relación al tema de régimen de inversión:

Figura 1. Límites de inversión por instrumento financiero³⁵

Tipo de inversión	Límite máximo, respecto al valor del fondo (%)
Títulos de Deuda Pública (interna y externa)	50
Bonos y Títulos Hipotecarios (Ley 546/99) ¹	40
Títulos de renta fija emitidos, aceptados o garantizados por instituciones vigiladas por la SFC, incluidos los bonos convertibles en acciones (obligatoria u opcionalmente)	30
Títulos de renta fija emitidos por instituciones financieras no vigiladas por la SFC, incluidos los bonos convertibles en acciones (obligatoria u opcionalmente) ²	30
Títulos de renta variable ³	40
Títulos derivados de procesos de titularización ⁴	20
Inversiones en títulos emitidos por entidades del exterior ⁵	40
Títulos emitidos, avalados o garantizados por Fogafín y el Fogacoop	10
Operaciones repo activas ⁶	3
Depósitos a la vista en establecimientos de crédito nacionales o en bancos en el exterior	5 ⁷

¹ También incluye otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria.

² Dentro de esta categoría deben extenderse los títulos no avalados, aceptados o garantizados por instituciones vigiladas por la Superintendencia, la nación, gobiernos extranjeros, bancos centrales extranjeros u organismos multilaterales de crédito.

³ Hasta Febrero de 2008 el límite máximo de inversión en renta variable era de 30% sobre el valor del fondo. La Superfinanciera incrementó este valor a 40% a través de la Circular Externa 005 de 2008.

⁴ Cuyos activos subyacentes sean distintos a cartera hipotecaria, incluidos aquellos títulos cuyos activos subyacentes sean distintos a las inversiones admisibles.

⁵ Hasta Febrero de 2008 el límite máximo de inversión en renta variable era de 20% sobre el valor del fondo. La Superfinanciera incrementó este valor a 40% a través de la Circular Externa 005 de 2008.

⁶ Celebradas a través de la Cámara de compensación de la Bolsa Nacional Agropecuaria a un plazo máximo de 150 días, sobre certificados de depósitos de mercancías agropecuarias.

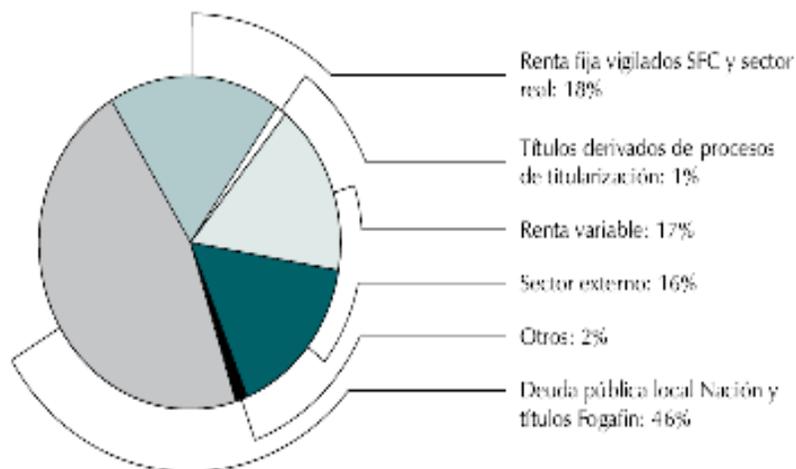
⁷ Excluidos del saldo de los depósitos, los valores recibidos por aportes y vencimientos de capital e intereses durante los últimos 10 días hábiles.

³⁵ <http://www.superfinanciera.gov.co/>. 19 de agosto de 2009.

Por último se considera pertinente adjuntar un grafico donde se ilustra la composición del portafolio de inversión de los AFP:³⁶

Figura 2. Composición del portafolio de las AFP

Composición del portafolio de las AFP
(Agosto 2007)



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

Es importante hacer ciertas consideraciones al grafico anterior, en relación a los límites de inversión existentes en Colombia:

Lo primero que hay que anotar en relación al régimen de inversión es que éste es único, es decir, un solo régimen de inversión, lo cual impide que haya segmentación y diversificación de activos dado que el 49% de ellos está destinado a renta fija, por lo que el mercado de capitales es poco desarrollado. Esto implica que no haya muchas opciones de inversión viéndose reducido de manera drástica las posibilidades de los particulares y de las mismas administradoras para invertir.

³⁶ <http://www.superfinanciera.gov.co/>. 13 de agosto del 2009.

Se genera una preocupación excesiva por la segmentación de activos, estimulando a que el sector financiero busque mecanismos alternativos como solución y genere modificaciones o reformas en la regulación para intentar ampliar el margen de inversión, a través de reformas financieras o por medio de la implementación del esquema multifondos.

3.1 PRINCIPALES DEFICIENCIAS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DE LAS AFP EN COLOMBIA

Las AFP son instituciones financieras encargadas de administrar los recursos destinados a pagar las pensiones de los afiliados. Estos fondos recaudados a través de los tres servicios que ofrecen las administradoras, los cuales son Pensión obligatorias, pensión voluntaria y cesantías, son invertidos con el fin de generar una rentabilidad que garantice que el mayor número de trabajadores obtenga una pensión proporcional para su bienestar en los años de inactividad laboral.

No obstante uno de los problemas que presentan los fondos de pensiones actualmente, es la imposibilidad de garantizarle a todos los cotizantes una pensión acorde a sus cotizaciones y que al mismo tiempo se corresponda con sus necesidades, ya que las AFP invierten el dinero recaudado en un único portafolio de inversión, donde el riesgo no es grande y se obtiene cierta rentabilidad, la cual no es muy significativa, pues muchos cotizantes no están de acuerdo con la rentabilidad que los fondos de pensiones obtienen, dado que dentro del grupo de cotizantes están los amantes del riesgo, los adversos y neutrales. Esto hace que el portafolio de inversión para los amantes del riesgo sea considerado muy conservador, mientras que para los neutrales, dicho portafolio es el más adecuado.

Ello evidencia uno de los mayores problemas que presentan las AFP en su forma de operar hoy en día, ya que éstas manejan un solo régimen de inversión, con lo cual no solo se está desconociendo los diferentes intereses y necesidades de los afiliados, sino que también hay una alta exposición al riesgo en caso de turbulencia en el mercado bursátil. Allí se ven perjudicados jóvenes, adultos y jubilados por igual. Esto implica, que dichos fondos se encuentran dependiendo de la volatilidad del mercado, pues al momento de desplomarse el valor de las inversiones en renta variable y otros papeles, estos pueden llegar a arrojar pérdidas insuperables. En otras palabras, hay una ineficiencia indiscutible en el régimen de inversiones dado que éste no está diseñado para que haya competencia en la prestación de servicios por parte de las AFP según el esquema de comisiones ya que la misma es una cuota fija que no depende del rendimiento, lo que hace que estas no se vean incentivadas a prestar un mejor servicio como lo veremos más adelante. Tampoco se encuentra una multiplicidad de portafolios que se compadezca de las diferencias existentes entre los afiliados, al existir un único régimen de inversión y por último la rentabilidad mínima conduce a un comportamiento manada entre las AFP. Se observa pues que el marco regulatorio de las inversiones de los AFP 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.

Adicionalmente, al ser el mercado de capitales en Colombia tan primario dado que las empresas nunca han acudido al mercado de valores como mecanismo de financiación, o por la falta de cultura del país al tener el mercado accionario tan poco auge. Dada la poca profundidad con la que cuenta el mercado accionario y de renta fija, se ven limitadas las posibilidades de inversión de los fondos, lo que ocasiona un favorecimiento natural de títulos de deuda pública local³⁷. Ello implica una serie de restricciones adicionales al régimen de inversión de las AFP.

³⁷ <http://www.banrep.gov.co/documentos/seminarios/pdf/JaraAFPs2005.pdf>. p. 6

Se han identificado pues varios problemas en el desempeño de los FPO, los cuales generan deficiencias en la gestión de activos. Uno de los más relevantes es la imposición de límites legales a la inversión a través de la regulación del régimen de inversiones de las FPO, ya que sería recomendable impedir la fijación de límites de portafolio que no permitan realizar una adecuada diversificación o que impidan el uso de metodologías de manejo de riesgo para que así los AFP cumplan con su función principal de generar los máximos retornos posibles. Uno de los límites legales es cuando se restringen las inversiones a activos que no sean altamente riesgosos, lo cual induce a que los portafolios se encuentren concentrados en activos internos con retornos altamente correlacionados, sin que éste mayor riesgo se refleje en una mayor rentabilidad. En este sentido también es importante que se revisen las restricciones legales a la inversión en activos externos para evitar resultados ineficientes y evitar una baja diversificación³⁸.

En síntesis, los límites legales a la inversión generan deficiencias en el sistema pensional ya que³⁹:

- **Limitan las combinaciones riesgo retorno**, es decir que se acota el nivel de retorno y de riesgo en un nivel intermedio, en el cual deben forzosamente convivir los afiliados, independientemente de su perfil de riesgo o su perfil de pasivos.
- **Restringen los beneficios de la diversificación**, pues limita 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.
- **Limitan los momentos de la distribución de los retornos de los portafolios**

³⁸ SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Protección y seguridad: Estadísticas 2003, Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. 2004, Vol. 050. p. 37 y 38.

³⁹ http://www.eafit.edu.co/NR/rdonlyres/B1895931-0C90-4BF9-8C06_BB02C65885CC/0/ Presentación CarlosEduardoRincon.pdf. p. 20.

También se observan deficiencias en el manejo de los portafolios de los fondos de pensiones en relación a la gestión de activos, cuando se han presentan estudios en relación a la gestión de los activos de los FPO donde se concluye que el impacto del régimen de inversiones en las decisiones de inversión de los administradores de los fondos, contraviene explícitamente el principio de gestión eficiente de los activos, dado que los límites de inversión a los portafolios de los FPO en Colombia implican una notable pérdida de eficiencia cuando se compara con un escenario menos restrictivo.

El Ministerio de Hacienda Pública, con el propósito de que los portafolios cuenten con la requerida seguridad, rentabilidad y liquidez, define el universo de inversiones admisibles a través de las circulares que emite la Superintendencia Financiera de Colombia, donde se establecen límites máximos por tipo de instrumento y se acota el riesgo crediticio, definiendo calificaciones mínimas por emisor y emisión.⁴⁰ Con base en esto es que existen indicios de que la regulación actual no permite administrar los nuevos riesgos que enfrenta el mercado, al tiempo que limita la diversificación de los portafolios, haciéndolos más sensibles a los ciclos económicos y más propenso a rebalanceos frecuentes, afectando la volatilidad de los precios, incluyendo la de la moneda y el desempeño de otros intermediarios financieros.

A pesar de que la Superintendencia Financiera exige que el riesgo de los fondos de pensiones se mida por medio del VaR diario, la regulación actual no tiene en cuenta el manejo del riesgo del portafolio de los fondos de pensiones, no imponen niveles máximos de riesgo, ni obliga a la divulgación del VaR, y se limita a restringir las inversiones a activos que no sean altamente riesgosos. Esto da como resultado que los portafolios se encuentran concentrados en activos locales con

⁴⁰ CIRCULAR BÁSICA JURÍDICA, título IV, capítulo cuarto.

retornos altamente correlacionados, sin que ese mayor riesgo de más se refleje en mayor rentabilidad⁴¹.

Es por ello que la restricción de la exposición a los activos externos, es vista como la principal fuente de ineficiencia⁴². Se muestra también que el régimen de inversiones restringe el retorno esperado, la volatilidad y los demás momentos de la distribución de los retornos de los portafolios de las AFP reduciendo el acceso de los administradores a niveles superiores de retorno por unidad de riesgo y a mayores beneficios de diversificación.

Eso hace necesario reevaluar la regulación que hace el Gobierno por medio del Ministerio de Hacienda, ya que esta no debe hacerse a través de límites por activo a grupos de activos, sino que lo necesario es que dicha reglamentación propenda por ofrecer un abanico de portafolio que permita la correspondencia entre perfil de riesgo o perfil de pasivos y el perfil de portafolio de inversiones.

Pasando a otro de los problemas en la deficiencia de los fondos de pensiones en la gestión de activos, encontramos la asignación estratégica de activos, donde el objetivo al que se deben dirigir las AFP, es a diseñar un portafolio global que permita acceder a diversas oportunidades de inversión o el universo de clases de activos. Pero en Colombia los FPO se encuentran excesivamente concentrados en el mercado local (deuda pública GNC), ignorando que en la diversificación internacional y la exposición cambiaría existe una cobertura frente a los eventos extremos negativos del mercado local⁴³.

⁴¹ http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Laserna/2007/Mercado_capitales_JML.pdf. p. 3.

⁴² Modificación al régimen de inversiones de fondos de pensiones obligatorias. En: Revista Legislación Económica, 2004, Vol. 104. p. 18.

⁴³ <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra523.pdf>. 23 de septiembre del 2009.

Los límites a la inversión resultan potencialmente en un desconexión de activos y pasivos de cada afiliado, ya sea bien porque el perfil del riesgo de las inversiones no corresponde con el del pasivo, o bien porque es imposible que los portafolios reflejen las preferencias de riesgo de sus afiliados, como por ejemplo cuando un afiliado ha cubierto sus necesidades pensionales mínimas con otros recursos y desea tomar más riesgo en el portafolio administrado. Según lo anterior, y dado que existe la posibilidad de segmentar el resultado de los portafolios por la rentabilidad acumulada y el beneficio de diversificación o riesgo, se propone en primera instancia la implementación de un sistema de multifondos que busque maximizar la riqueza a largo plazo⁴⁴.

Esa propuesta de adoptar el esquema de multifondos va de la mano con la necesidad que fue puesta de presente por el Banco Mundial, el cual señala que el mayor problema del sistema actual es el de *“ofrecer para todos los trabajadores un solo portafolio, independientemente de su edad, ingreso, y otras características”* por lo cual esta institución recomienda *“que el gobierno analice la posibilidad de ofrecer a los trabajadores varias opciones de portafolio, acordes con las diferentes etapas de su ciclo de vida”*⁴⁵.

De la misma manera la existencia de limitaciones al conjunto de portafolios existentes en los fondos constituye la formación de un modelo en el cual distintos perfiles de riesgo cohabitan en un mismo portafolio, evidenciando la ausencia de alternativas de inversión diferenciadas, lo que permite deducir que el régimen de inversiones de los FPO no toma en consideración las características particulares de cada uno de los afiliados para realizar el esquema de inversión.

⁴⁴ CIRCULAR EXTERNA 013 del 2004

⁴⁵ http://www.banrep.gov.co/docum/ensayos/pdf/espe_056-3.pdf

Otro de los aspectos criticados por algunos doctrinantes sobre el tema del régimen de inversión de las AFP, es el tema de la rentabilidad mínima, pues algunos sostienen que el esquema de rentabilidad mínima adoptado en Colombia incentiva la selección de portafolios similares entre los FPO, así como la existencia de reducidas posiciones en activos externos, los cuales son incentivos desfavorables. Así mismo las características de la fórmula de rentabilidad mínima, para algunos, pueden generar como consecuencia que la posibilidad de caer por debajo de la misma genere incentivos para no alejarse de las decisiones de inversión de la competencia y para invertir en títulos de deuda pública local⁴⁶. Esto se menciona de manera informativa, ya que por no ser un problema que se corresponda estrictamente con la presente investigación, no se hará énfasis al respecto.

En relación al esquema de comisiones, se observa una desestimulación por parte de la administración ya que la comisión consiste en un porcentaje fijo de ingreso base de cotización (3%) sin que exista una comisión por desempeño, es decir, no se le otorga ningún incentivo a la administración por el recaudo óptimo de los recursos, donde solo existe un incentivo por la labor de mercadeo y afiliación, lo que genera que los incentivos de las AFP y de los aportantes no estén alineados, generando claramente un perjuicio al futuro pensionado.

Es por lo anterior que se puede decir que la reglamentación vigente de los FPO se excede en proteger al aportante del riesgo y adicionalmente utiliza mecanismos poco adecuados financieramente, distorsionando los incentivos de la AFP, lo cual lleva a que estas realicen una labor ineficiente.

Para concluir, el marco regulatorio de las inversiones de los fondos de pensiones restringen el retorno esperado, volatilidad y demás momentos de la distribución de los retornos de los portafolios de las AFP, al tiempo que el esquema de

⁴⁶ <http://www.eafit.edu.co/NR/rdonlyres/B1895931-0C90-4BF9-8C06 BB02C65885CC/0/Presentación CarlosEduardoRincon.pdf>. p. 64.

comisiones y rentabilidad mínima no consigue alinear los incentivos de los administradores con el de los aportantes a los fondos. Dicho marco regulatorio reduce el acceso de los administradores a niveles superiores de retorno por unidad de riesgo y a mayores beneficios de diversificación lo cual resulta en una administración ineficiente de los recursos de los afiliados, como ya se ha mencionado.

Esa ineficiencia presente actualmente en los fondos de pensiones es un problema que trae consecuencias graves a largo plazo ya que genera la posibilidad de una reducción drástica del ahorro pensional y afecta el funcionamiento y estabilidad de los mercados financieros.

Es por eso que se deben implementar unos pasos para superar los problemas que contiene la actual regulación. El más importante consiste en ampliar los lineamientos de inversión lo cual llevará a que las AFP consigan lograr su objetivo el cual es, obtener los máximos retornos posibles de acuerdo con la estructura de sus pasivos, sus necesidades de liquidez y la tolerancia de riesgo de sus afiliados.

Adicionalmente se debe reconocer que el modelo del ahorro individual tiene una serie de deficiencias, ya que dicho sistema no logró garantizar mayores coberturas ni mejores tasas de remplazo de la manera en la que se esperaba. Algunos estudios realizados por instituciones financieras⁴⁷ sobre el manejo del RAIS evidencian los enormes riesgos del sistema pensional, ya que de mantenerse las densidades promedio de cotización (cantidad de semanas cotizadas) el 60% de los hombres y el 70% de las mujeres no alcanzarán a cumplir el requisito de tiempo para obtener la pensión o en su defecto, la garantía de pensión mínima (GPM). Además, no alcanzarán a acumular el ahorro suficiente para obtener una pensión equivalente a un salario mínimo si se observa el régimen de inversión en

⁴⁷ http://www.banrep.gov.co/index_eng.html, 18 de agosto de 2009.

el portafolio único que opera actualmente, y ello sin contar con el riesgo de un choque financiero que haga desaparecer los beneficios con cargo a la cuenta individual, donde el afiliado a dicho régimen se vería en la posición de estar desprovisto a esperas de que el Estado decida asumir el costo⁴⁸.

La misma reforma financiera del 2009 reconoce tácitamente que el sistema de ahorro individual privado no es superior en términos financieros al sistema público de prima media, y aun en términos sociales el RAI resulta significativamente inferior. Otra crítica que se le puede hacer al sistema pensional de ahorro individual, es que al ser un sistema previsional eminentemente económico, se encuentra inmerso en una enorme incertidumbre, máxime cuando se ha comprobado la alta volatilidad del sistema financiero mundial y el enorme peligro que le imprime la especulación. Por último, en la realidad, aunque se ha tratado de demostrar que dicho sistema no significa un bajo costo para el Estado, se observa todo lo contrario, a menos que éste decida no corregir las fallas del mercado y por lo tanto renuncie a la protección especial de las personas de la tercera edad y a su vez acepte los costos sociales del funcionamiento de un sistema altamente excluyente, inequitativo e incierto⁴⁹.

Esas ineficiencias generan la necesidad de buscar una solución que alivie éste tipo de situaciones para implementar un sistema pensional que ofrezca mejores garantías y rentabilidades a los aportes que hacen los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias y voluntarias en Colombia, ya que como se mencionó anteriormente, el principal objetivo del sistema pensional que debe ser “lograr que el mayor número de trabajadores obtenga un ingreso pensional que garantice su

⁴⁸ <http://www.polodemocratico.net/La-Reforma-Financiera-en-pensiones>, 21 de agosto del 2009.

⁴⁹ REVEIZ A, León; LASERNA J.M. y MARTÍNEZ I. Recomendaciones para la Modificación del Régimen de Pensiones Obligatorias en Colombia. En: Revista Ensayos Sobre Política Económica, Banco de la República, 2008, No.56

bienestar en los años de inactividad laboral”, con el desempeño actual del sistema pensional colombiano no se logra efectivamente.

Es por ello que se presenta una iniciativa, a partir de la reforma financiera del 2009 para mejorar la rentabilidad y dar un paso en la solución de las ineficiencias del sistema, tratando de maximizar el capital acumulado para cada afiliado al momento de entrar en una situación pasiva.

Las propuestas apuntan hacia la flexibilización de las restricciones a las inversiones y a su adecuación al perfil de riesgo de los cotizantes, utilizando para ello como se mencionó anteriormente, el esquema de multifondos implementado en otros países. La idea es crear un esquema de multifondos con tres tipos de fondos diferentes (conservador, agresivo y moderado) en cada una de las administradoras de fondos de pensiones que permitan segmentar a los afiliados por características etareas y preferencias de riesgo alineando los objetivos por grupos de individuos en cada fondo. De esta forma la gestora de inversiones puede hacer un gestión más eficiente de los activos de cada fondo según el horizonte de pensión de cada grupo de afiliados.

4. LOS MULTIFONDOS EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA FINANCIERA DEL 2009

4.1 MARCO LEGAL

Colombia ha sido el escenario de diferentes reformas financieras, entre ellas podemos encontrar la ley marco 35 de 1993 la cual contempla los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora. También se expidió la ley 510 de 1999 dada la crisis de las entidades financieras, por medio de la cual se estableció el régimen de los institutos de salvamento y el régimen de liquidación de entidades financieras; por otro lado se promulgó la ley 795 del 2003, la cual trajo unos ajustes puntuales completando los institutos de salvamento y estableciendo un régimen sancionatorio especial aplicable al sistema financiero; ésta ley fortaleció el régimen de protección al consumidor y las reglas de información a los usuarios. Se encuentra igualmente la reforma financiera que trae la ley 964 de 2005, la cual busca actualizar la normatividad y la estructura institucional para apoyar al crecimiento del mercado de valores en condiciones de seguridad y transparencia.

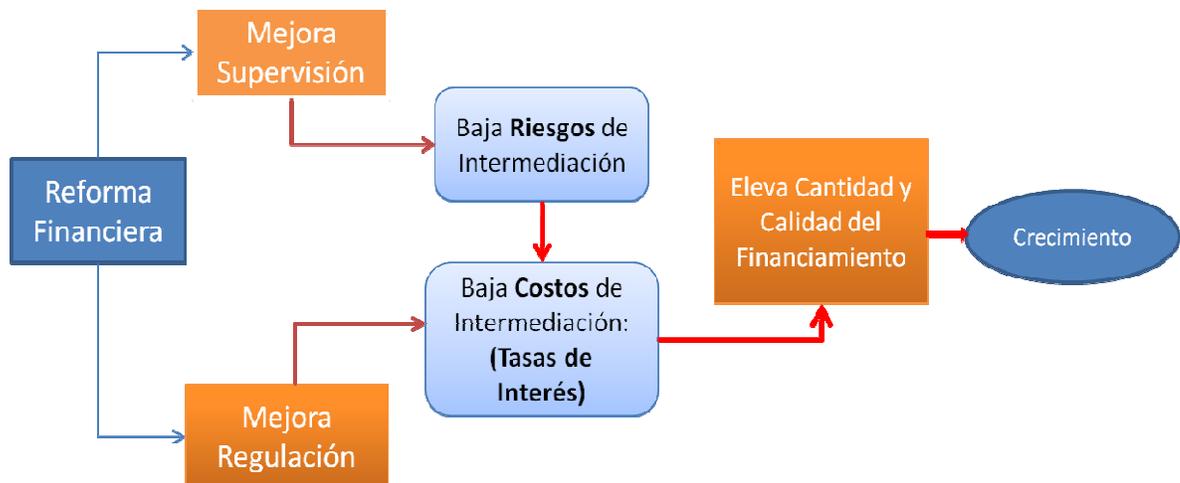
No obstante, hoy en día lo que busca abordar la reforma financiera con la ley 1328 de junio del 2009, son una serie de temas de interés para la inversión en el sistema y para el desarrollo significativo de los mercados de activos financieros. A su vez esta reforma trae una política pública dirigida a promover el acceso de más colombianos al sistema financiero, con un nuevo entorno competitivo para las instituciones financieras locales y la participación de importantes actores globales en el sistema financiero local⁵⁰.

⁵⁰ <http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/presentacionrf2008.pdf>, 18 de agosto de 2009.

La reforma financiera del 2009 tiene gran importancia dentro de esta monografía ya que busca consolidar, entre varios aspectos, una efectiva protección al consumidor; fortalecer la supervisión y Fogafín; reforzar el régimen de ahorro individual en pensiones y el régimen vigente en cesantías; y lo más importante es que busca afianzar una eficiencia en el sistema, permitiendo que entidades financieras realicen nuevas actividades y que otras ingresen a la competencia global. Todo lo anterior teniendo en cuenta que se está en presencia de un entorno económico favorable y que la reforma no es una reacción a la presencia de una crisis coyuntural. Ésta por el contrario, a pesar de no ser una reforma estructural, se centra en temas estratégicos que ayudan a posicionar al sistema financiero como un factor de desarrollo social, haciendo mayor énfasis en la protección de los derechos de los consumidores en las distintas actividades financieras.

Así, en este cuadro se puede observar los objetivos que se persiguen a través de una reforma financiera:

Figura 3. ¿Para qué la reforma financiera?⁵¹



⁵¹ www.asofondos.org.co/.../library/.../DocNewsNo64DocumentNo92.ppt, 18 de agosto de 2009.

4.2 PROYECTO DE LEY DE LA REFORMA FINANCIERA

Inicialmente cuando se tenía el “proyecto” de la reforma financiera, éste establecía en su contenido el fortalecimiento del régimen de protección al consumidor el cual, en términos generales, tenía la intención de adoptar un régimen integral que desarrollara en detalle los derechos de los consumidores y los deberes de las instituciones financieras. De igual manera, se le otorgaba prevalencia a los conceptos de información y debida prestación del servicio, como pilares de la relación con el consumidor y se contemplaba como deber legal el emplear estándares adecuados en la prestación del servicio, obligando a las entidades a adoptar un sistema de atención al consumidor financiero.

El proyecto también planteaba la adopción de un régimen de multifondos en pensiones obligatorias (Régimen de ahorro individual) y de dos portafolios en cesantías, buscando con esto maximizar los recursos del afiliado para acceder a los beneficios en pensiones y cesantías. Esta propuesta abordaba íntegramente los elementos que afectan el capital disponible al acceder al beneficio, como lo son las características de los aportes, perfil de inversiones (rentabilidad – riesgo), y costos del sistema; esto con el fin de estimular la gestión más eficiente del administrador.

Ahora bien, para el régimen de ahorro individual en pensiones, el proyecto inicialmente planteaba tres propuestas: multifondos, comisiones, y esquema de garantías. Los multifondos se pensaron para lograr segmentar a los afiliados en distintos perfiles riesgo – retorno y así proteger el valor del beneficio de afiliados próximos a recibirlo y al mismo tiempo buscar aumentar la rentabilidad esperada según el perfil de riesgo. La intención era la de adoptar un sistema simple de tres fondos, bajo un esquema fuerte de información, donde el afiliado podrá escoger el fondo, o en su defecto, por medio un esquema de asignación. Con todo, la idea

básica es la estructuración de fondos con una composición de activos que atienda el perfil de riesgo⁵².

La modificación en el esquema de comisiones se pretendía dar porque los incentivos no estaban alineados entre las administradoras y los afiliados, existiendo dudas sobre la gestión eficiente de los portafolios ya que parecería que las AFPs tuvieran sus ingresos garantizados. Es por esto que la propuesta se encaminaba a alinear las comisiones para que estas funcionaran como incentivos para la mejor gestión del portafolio, donde una parte de la comisión seguirá atada a los aportes y la otra dependerá, como se dijo, de la buena administración de los AFP.

Por otro lado se presenta una propuesta para el régimen de cesantías en AFPs ya que las necesidades de liquidez de los afiliados son diferentes, y aunque ésta reserva está diseñada para periodos de inactividad, la misma es utilizada para diversos propósitos, por lo que dicha propuesta consiste en crear dos tipos de portafolios: de corto plazo y largo plazo. El primero, más conocido como fondo a la vista, es aquel donde hay necesidades de liquidez en los primeros seis meses; mientras que el segundo, fondo a largo plazo, es aquel donde se tendrán recursos con horizontes superiores de permanencia.

El proyecto también contenía, fuera de los temas relativos a la protección del consumidor y a la adopción del régimen de multifondos en pensiones y cesantías, aspectos tendientes a realizar ajustes puntuales a las actividades de algunas entidades del sistema para promover eficiencias y competencias, así como se interesaba por el fortalecimiento institucional de Fogafín y de la Superintendencia Financiera, junto con la liberalización de servicios financieros por medio de la implementación de los compromisos del TLC.

⁵² MONTENEGRO, Santiago. Reforma Financiera: una visión desde el RAI. ASOFONDOS, Bogotá, 2007

Así, luego de aproximadamente dos años de debate, que incluyen seis meses de receso a raíz de la crisis financiera internacional, cientos de foros y discusiones, fue aprobada, el pasado junio de 2009 por el Congreso de la República por medio de la Ley 1328, la reforma financiera. Si bien ésta no es una reforma estructural del sector financiero (como ya se sostuvo en acápite anteriores), abarca múltiples temas y tuvo como pilares la protección al consumidor financiero y la adopción de un esquema de multifondos.

Ello también requirió la realización de una serie de análisis en un contexto internacional muy complejo, ya que posiblemente se está en presencia de la peor crisis financiera de los últimos 80 años, y el objetivo de esto era tener en cuenta, en la mayor medida posible, los aprendizajes que se pudieran derivar de dicha crisis para poder implementarlos en la práctica colombiana.

4.3 REFORMA FINANCIERA

La reforma financiera tiene un profundo alcance social, ya que

...piensa en el consumidor financiero y desarrolla todo un estatuto dentro del contenido del Proyecto de la Reforma. También porque la Reforma permite optimizar los ahorros en el sistema de pensiones a través de la creación de la figura de los Multifondos, y porque crea el Sistema de Ahorro Voluntario para la vejez y los beneficios económicos periódicos (BEPS), decisión que tiene profundas implicaciones sociales y que va a permitir que millones de colombianos que hoy están en la informalidad y que ganan menos de un salario mínimo, puedan tener un ingreso digno para su vejez⁵³.

Al preguntarnos por el propósito de la reforma financiera, podemos ver que, concretamente esta tiene como fin *“establecer los principios y la reglamentación que protege a los consumidores en su relación con las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia”*. La reforma señala que el consumidor

⁵³ Comunicado de prensa 038, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, República de Colombia, Bogotá, Oscar Ivan Zuluaga – Ministro de Hacienda.

financiero es toda aquella persona que tiene una relación con el sistema por medio de Bancos o fondos, así como los usuarios de seguros y de mercado de valores. En éste sentido, los temas más relevantes de la reforma financiera que tiene estricta relación con la investigación adelantada, son los siguientes⁵⁴:

- **Fondos de Pensiones Obligatorias y de Cesantía**

Adopción de un esquema de multifondos para pensiones obligatorias, en el cual las inversiones sean diferentes, dependiendo del perfil de riesgo y la edad de los afiliados, al igual que la rentabilidad mínima exigida para cada fondo. Dentro del esquema de multifondos, serán diseñados y reglamentados tres fondos (conservador, moderado y de mayor riesgo) y un fondo especial para los pensionados de retiro programado. La norma permite que los fondos de pensiones inviertan en proyectos de infraestructura, en títulos provenientes de titularizaciones de microcréditos y en títulos de empresas que se dedican a las microfinanzas. Adicionalmente, autoriza que las comisiones cobradas por las AFP incorporen un componente variable, dependiendo de la rentabilidad obtenida. Los afiliados a fondos de cesantías podrán escoger entre dos fondos de inversión, uno de corto y otro de largo plazo, dependiendo de la expectativa de permanencia de recursos en dichos fondos.

- **Beneficios Económicos Periódicos (BEP)**

Son una mesada pensional inferior al salario mínimo mensual, destinada para personas que hayan cotizado para pensiones, que tengan la edad mínima de pensión, pero cuyos aportes no sean suficientes para obtener una pensión mínima.

⁵⁴ https://www.interbolsa.com/adminContenidos/c/document_library/get_file?uuid=9cf2922e-c835-455e-8f85-edc1941665&groupId=12039. p..2

- **Superintendencia Financiera**

Fueron introducidos cambios en el principio de supervisión eficiente y en las normas para la supervisión comprensiva y consolidada. En el primero, se introdujeron los conceptos de materialidad y acceso a la información, con el objetivo de proteger la seguridad, estabilidad y confianza en el sector financiero.

Como se pretende hacer un mayor énfasis en el tema específico de la adopción del esquema de multifondos para pensiones obligatorias, es pertinente anotar que el texto aprobado busca que haya una estructuración de portafolios sobre la base de los perfiles de riesgo y la edad de los ahorradores. Esto porque el sistema actual mira a todos los ahorradores por igual, con las mismas características y dimensiones, sin diferenciar entre una persona que inicia su vida laboral a una que está próxima a pensionarse, lo cual implica concepciones de riesgo diferentes.

Específicamente, para el caso del RAI, la reforma plantea que el sistema de administración se convierta en un sistema multifondos, bajo el cual cada AFP establezca distintos fondos, dependiendo de factores como la edad, expectativa de los afiliados y aversión al riesgo. De la misma manera, se establece la posibilidad de que los afiliados escojan el fondo y se le da libertad al Gobierno para definir la estructura de cada fondo (rentabilidad mínima, portafolio de inversión, etc.). Es por esto que con la reforma financiera va a existir una mayor flexibilidad en el sistema de pensiones y en especial para establecer la rentabilidad mínima, puesto que al existir varios fondos no se podrá usar un criterio único.

También es importante anotar, en relación a la reforma financiera, que si bien la ley 100 de 1993 estipula que la Superintendencia Financiera es la institución que establece el régimen de inversión de los fondos, ésta le devuelve esa potestad al Gobierno. De esta manera, teniendo en cuenta la reforma financiera que estipula

un incremento en el límite de inversiones en activos de renta variable por parte de las AFP, los resultados anteriores podrían corroborar para una posible mejora en los resultados de las cuentas de pensiones con una mayor participación de las acciones en los portafolios de pensiones obligatorias, evidenciando que la implementación del esquema de multifondos trae significativos avances en el sistema pensional colombiano en lo que respecta a la generación de mayores rentabilidades, profundización en el régimen de inversiones y en la promoción de la competencia entre las administradoras de los fondos de pensiones al existir un intento de diversificación en los fondos, aspectos que se analizarán a renglón seguido en este estudio.

5. ESQUEMA DE MULTIFONDOS EN COLOMBIA

5.1 ANTECEDENTES Y ENTORNO DEL SISTEMA DE PENSIONES EN COLOMBIA

El Régimen de Prima Media con Prestación Definida (RPM) era el único que existía en Colombia, cuyos aportes de los afiliados se dirigen a un fondo común desde donde son distribuidos a quienes se van pensionando durante el periodo en curso. Dicho régimen es administrado principalmente por el Instituto de Seguros Sociales (ISS) que atendía a los trabajadores del sector privado y a los oficiales pertenecientes al régimen laboral privado. Luego con la Ley 90 de 1946 se creó la caja nacional de previsión (CAJANAL) que atendía a los empleados públicos, y al mismo tiempo existía un alto número de instituciones que manejaban distintos regímenes pensionales, pero así como se expresó anteriormente, todos basados en el de prima media. Ello ocasionó deficiencias en el sistema de pensiones, generando como consecuencias una baja cobertura, inequidad en los beneficios de los múltiples regímenes, y un creciente desequilibrio fiscal.

Con la reforma pensional de 1993 se estableció con la Ley 100 de 1993 el Régimen de Ahorro Individual con solidaridad (RAIS) y con ello se instauró el sistema mixto en Colombia. En el RAIS, cada afiliado aporta a su propia cuenta, la cual está adscrita a una de las administradoras de fondos de pensiones y su pensión solo depende de las cotizaciones y respectivos rendimientos financieros acumulados de su cuenta. Allí los afiliados escogen la administradora a la cual desean afiliarse y el fondo es el mismo para todos. Dicho sistema está compuesto por seis AFP, entre las que se encuentran: Colfondos, Horizonte, Porvenir, Protección, Santander y Skandia.

Allí las AFP pueden fijar libremente el porcentaje de comisión sobre los aportes de sus afiliados, con la restricción de que sumados las primas de seguros y reaseguros, sean equivalentes al 3% del salario mensual.

En Colombia el ente asignado por el Gobierno para supervisar las AFP es la Superintendencia Financiera de Colombia (creada en enero de 2006 con la fusión de la Superintendencia Bancaria y de Valores, y la cual se conocía, antes de este año, como la Superintendencia Bancaria). La regulación versa sobre varios aspectos: en primera instancia, el Ministerio de Hacienda estipula los activos en los que las AFP pueden invertir y los límites máximos de inversión en cada uno, tal como se presentó en el capítulo sobre el régimen de inversión. En segunda instancia la Ley 100 de 1993 estipula que cada AFP debe asegurar una rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorios, por lo cual con el Decreto 1141 de 1995 el Gobierno facultó a la SFC para calcular y establecer éste nivel. Ello con la idea de que las inversiones hechas con las cotizaciones de los afiliados se encuentren cubiertas ante el riesgo y volatilidad de los mercados financieros. Es por esto que cuando las AFP no alcanzan ese mínimo de rentabilidad, ellas deben responder con sus propios recursos a los afiliados, lo cual hace a través de la reserva de estabilización⁵⁵.

Esa rentabilidad mínima es calculada con base en los rendimientos del mercado financiero y los de un portafolio de referencia en el que se cumple con los límites de inversión previamente establecidos por la Ley.

Con la implementación de la reforma financiera de 2009 y el sistema de multifondos que ésta ofrece, se puede observar un cambio en el sistema que venía operando hasta el momento. Éste cambio se materializa en la facultad que

⁵⁵ Establecida en el Decreto 721 de 1994, el monto de la reserva que debe tener cada Administradora es igual al (1%) del valor del respectivo fondo.

le será otorgada a los individuos para escoger el nivel de riesgo que desean asumir en las inversiones de sus ahorros. De tal forma que un mayor nivel de riesgo es representado por un incremento en las inversiones de activos riesgosos o de renta variable. Con base en la teoría de la diversificación temporal esa decisión para asumir el nivel de riesgo se verá influenciada por la edad de los individuos. Así los individuos jóvenes buscarán un mayor retorno de largo plazo acompañado de un mayor riesgo, como característica principal de los activos de renta variable. Por otro lado los individuos cercanos a pensionarse preferirán un menor riesgo aun cuando genere menores retornos. En esa decisión también incide el número de años que le quedan al individuo por cotizar, dado que si un individuo joven tiene pérdidas en sus inversiones puede recuperarse con mayor facilidad en los años posteriores, a diferencia de los individuos cercanos a la edad de retiro quienes buscan protegerse ante el riesgo de futuras pérdidas de sus ahorros.

Es importante tener en cuenta que el mercado financiero está compuesto de activos más riesgosos (usualmente los de renta variable) y menos riesgosos los cuales son relacionados en la mayoría de los casos con los de renta fija, de tal forma que los aportes del ahorrador se invierten en un portafolio cuya rentabilidad es una combinación lineal entre la rentabilidad de los activos riesgosos y la rentabilidad de los activos libres de riesgo, ponderadas por la proporción invertida del portafolio en cada uno de estos activos.

Como se mencionaba, cuando los individuos jóvenes empiezan a cotizar e invierten su portafolio en acciones, tendrán mayor tiempo y posibilidad de recuperar sus pérdidas en caso de que la rentabilidad del mercado accionario caiga. Adicionalmente, dado que el tiempo de cotización es más alto, este individuo tendrá un mayor valor acumulado en su cuenta pensional y será más precavido que cuando es joven con el valor acumulado de sus ahorros. En síntesis, los agentes con mayor aversión al riesgo dedicarán una menor

proporción de su ahorro para acumular acciones dado que prefieren cubrirse ante el riesgo invirtiendo en activos de renta fija. Este caso es contrario al de los agentes con menores niveles de riqueza, quienes dedicarán una mayor proporción de su ahorro a invertir en acciones o activos de renta variable. En éste sentido, resulta razonable pensar que los agentes irán recomponiendo sus fondos, haciéndolos más conservadores con el paso del tiempo ya que los agentes con mayor aversión al riesgo tenderán a los portafolios más conservadores.

Por último, se encuentra que un efecto adicional de la transición al sistema de multifondos es que las AFP estarán limitadas por las decisiones que tome el afiliado. En este sentido, la decisión sobre el fondo va a ser en mayor medida tomada por el individuo y no por la administradora de los fondos. Contrario al sistema actual en el cual la AFP puede decidir libremente en que activos invierte sin consultar con el afiliado.

En relación al funcionamiento actual del régimen de inversión de los FPO, se pueden observar los aspectos más relevantes en el capítulo anterior el cual trata del régimen de inversión y más propiamente de las deficiencias del mismo.

5.2 GENERALIDADES DEL ESQUEMA DE MULTIFONDOS

Como ya se analizó, el sistema pensional actual presenta deficiencias, y por el hecho de que los fondos de pensiones obligatorias arrojaron por primera vez rendimientos negativos, se vio la necesidad de buscar una solución ya que una rentabilidad negativa tiene incidencia directa en la reducción de la pensión. Es por esto que se pretende adoptar un esquema de multifondos, el cual exigirá a los ciudadanos asumir una actitud más activa sobre el manejo de sus ahorros pensionales.

El Gobierno Nacional autorizó, por medio de los instrumentos de intervención, diseñar y reglamentar un esquema de multifondos en el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, que en la etapa de acumulación de recursos estará compuesto por tres fondos, mientras que en la fase de desacumulación, funcionará como un fondo para los pensionados de retiro programado.

Así el artículo 47 del texto de la reforma financiera señala un cambio donde los afiliados a los fondo de pensiones obligatorias podrán elegir el fondo que mejor se ajuste a su edad y perfil de riesgo, de manera que con una adecuada conformación de la cuenta individual y una eficiente gestión de los recursos, pueda obtener el mejor retorno posible⁵⁶.

Este sistema de multifondos le permitirá a Colombia un desarrollo, no solo en la estructura del ahorro, sino en la dinámica del mercado de capitales ya que los fondos de pensiones podrán participar en más sectores de la economía optimizando fuentes de ahorro.

En este sentido se estudiará a fondo el modo de operar del sistema de los multifondos, para poder tener una idea más completa y estructurada de cómo funcionará en la práctica el mencionado esquema de inversión.

El esquema de multifondos en Colombia implementa la diversificación de portafolios en los fondos de pensiones, donde se plantea inicialmente tres portafolios de inversión. Uno conservador que concentraría las inversiones en

⁵⁶ Artículo 47 de la reforma financiera: *Artículo 47. Adiciónase un inciso 3° al artículo 59 de la Ley 100 de 1993, el cual quedará así:*

“En este régimen las administradoras ofrecerán diferentes fondos de pensiones, esquema “Multifondos”, para que los afiliados una vez informados elijan aquellos que se ajusten en mejor forma a sus edades y perfiles de riesgo, de manera que con una adecuada conformación de la cuenta individual y una eficiente gestión de los recursos por parte de la administradora, se procure el mejor retorno posible al final del periodo de acumulación de aportes o hasta cuando el afiliado y/o sus beneficiarios tengan derecho a la pensión bajo la modalidad de retiro programado, si es del caso”.

bonos del Gobierno y papeles de renta fija; uno agresivo que destinaría las mayores asignaciones en renta variable (activos como acciones, propiedad raíz y fondos de inversión privada) y otro moderado que combinaría los dos tipos. Según Asofondos, el portafolio agresivo podría invertir hasta el 70% del ahorro de sus afiliados en renta variable, el conservador máximo hasta el 20% y el moderado entre el 30 y 40%.

Es importante empezar a esclarecer la diferencia entre las tres opciones de inversión donde dependerá del porcentaje que destine a activos más riesgosos, como las acciones, tanto dentro como fuera del país. Es decir, que hoy los fondos de pensiones podrán invertir hasta el 40 % del portafolio que administran en acciones y la idea es que en la alternativa arriesgada ese límite se aumente hasta un 70%, como se mencionó anteriormente. De la misma manera, se buscará que la proporción que se destine a acciones en el fondo conservador sea mínima o nula, pues lo que se busca es que allí se ubiquen los prepensionados, que por estar cerca de su jubilación no se pueden dar el lujo de arriesgar su ahorro a los cambios a los que está supeditado la renta variable.

Aquí la edad será uno de los factores claves que determinarán la diferenciación de cada uno de los fondos, ya que la propuesta señala que las inversiones de ahorro se hagan dependiendo del ciclo de vida de los afiliados. La idea es que el portafolio agresivo esté dirigido a los trabajadores que apenas están iniciando su vida laboral y cuyas proyecciones de retiro son muy lejanas. El moderado estaría dirigido básicamente a afiliados en edades intermedias, aproximadamente entre 45 y 52 años, y el conservador para los mayores de 52 en las mujeres y 58 para los hombres, cuando están cercanos a pensionarse⁵⁷.

⁵⁷ http://www.tormo.com.co/noticias/5284/Colombia_Camina_Hacia_Los_Multifondos.html. 21 de agosto de 2009.

Se debe entender que esta nueva propuesta es algo positivo, pues el sistema de los multifondos permite segmentar por edades y perfil de riesgo a todos los cotizantes en distintos niveles de riesgo y retorno, con diferentes composiciones de activos; protege a los afiliados próximos a recibir su pensión disminuyendo el riesgo; aumenta la rentabilidad esperada según el perfil de riesgo; cada afiliado escoge su fondo de acuerdo con su aversión al riesgo y su horizonte de largo plazo, porque con el modelo de multifondos, más que elegir un fondo de pensiones, se tiene que escoger un portafolio de inversión de acuerdo a la etapa del ciclo de vida de cada persona.

Una ventaja muy importante del régimen propuesto se fundamenta en que a mayor riesgo mayor rentabilidad. La persona que entra temprano al sistema de ahorro individual, que puede asumir unos riesgos, eventualmente tendrá un beneficio económico muy importante, y las personas próximas a pensionarse tendrán un nivel de volatilidad muchísimo menor, y por lo tanto, mucha estabilidad en su saldo⁵⁸.

Además, con la implementación del sistema multifondos se busca consolidar el sistema de Ahorro Individual para generar mejores rentabilidades a los colombianos en su ahorro pensional y simultáneamente se fortalecen las garantías de rentabilidad mínima de protección a los aportes. Así es como se puede generar un balance adecuado entre la búsqueda de la mejor rentabilidad y la protección del ahorro pensional. Dicho tránsito del esquema actual al de los multifondos deberá hacerse de manera paulatina para no afectar los recursos, los mercados y, sobre todo, para suministrarle información previa a la gente sobre el nuevo esquema.

⁵⁸ http://www.gerente.com/revistas/gerente/0608/colombia/inversio1c_0608.html. 26 de agosto del 2009.

Por ello, para que no se generen traumatismos entre los cotizantes de pensiones obligatorias, a partir de diciembre de 2010 estos deberán elegir entre las tres opciones de inversión para su ahorro. Todos entrarán inicialmente al fondo moderado, que será similar al existente hoy, y a medida que pase el tiempo podrán elegir si se quedan en éste fondo o se trasladan al arriesgado o al conservador⁵⁹.

Lo anterior no será un límite para que una persona que esté interesada en las acciones y que sea consciente de que estas pueden rendir más, aunque sean más riesgosas, permanezca en el fondo arriesgado hasta ocho años antes de la jubilación, ya que a partir de allí pasarán automáticamente al fondo conservador.

En cesantías, los multifondos empezarán a operar desde enero, plazo que ya está confirmado por Asofondos. Estos operarán como estaba estructurado en el proyecto de la reforma, es decir, que existirá una opción de largo plazo para aquellos que prefieren acumular éste ahorro y otra de corto plazo para los que acostumbran a retirar sus cesantías poco tiempo después de que le es consignada.

Una de las mayores preocupaciones de la población cotizante, en general, es saber si la implementación de dicho esquema trae cambios en los requisitos, establecidos por ley para obtener su pensión, ya que esto desmejoraría notablemente su condición. Es por ello que se considera relevante aclarar que a pesar de que se implementará un cambio significativo en el sistema pensional, se conservarán las mismas edades de jubilación vigentes (haber cumplido 55 años de edad si es mujer, y 60 años para los hombres. A partir del 2014 esas edades aumentarán a 57 y 62 respectivamente), pero las personas podrán jubilarse antes de acuerdo al monto de su capital acumulado en el régimen de ahorro individual.

⁵⁹ <http://www.portafolio.com.co/archivo/documento/MAM-3537536>. 18 de agosto del 2009.

Es importante analizar otras de las propuestas que incluye el esquema multifondos en relación al esquema de comisiones. La idea es que se tenga una comisión que corresponda a un porcentaje fijo para reconocer los gastos administrativos y operativos. Por otro lado también se espera que los fondos de pensiones cuenten con una comisión variable que dependa del adecuado manejo de los recursos y la obtención de una alta rentabilidad. Dicha comisión debe ser limitada para evitar desestimular la toma de riesgo excesivo. La intención que se tiene para reevaluar el esquema de comisión operante hoy en día va dirigida a alinear los objetivos de las AFP con los de los aportantes, y pretende generar una mejor gestión por parte de los fondos ya que estas se encontrarán atadas al desempeño del administrador. Sin embargo la comisión de la administración seguirá siendo del 3%, solo que con la reforma se busca implementar un esquema de incentivos para premiar la gestión de las administradoras en cuanto a su portafolio y en consecuencia se incentivará la competencia entre las mismas y hará que los ahorradores sean los más beneficiados.

También este esquema de multifondos trae una propuesta para el tema de la rentabilidad mínima, pues con este desaparece el portafolio único sintético y la rentabilidad de los fondos queda dependiendo del promedio del comportamiento de los tres portafolios diferentes.

Se busca generar un cambio, dado que la rentabilidad mínima actual, que opera como un mandato normativo constitucional, les exige a las administradoras de fondos de pensiones un margen, el cual depende de un portafolio diseñado por la superintendencia financiera y los rendimientos del negocio como tal. Esto hace que el objetivo principal de los fondos de pensiones sea alcanzar la rentabilidad mínima, cuando estos deberían enfocarse en lograr el mejor aprovechamiento de las inversiones. Sin embargo el riesgo que ellas corren al alejarse de esto es muy alto, ya que las AFP que no logren alcanzar el límite impuesto deben responder con su propio capital y estarían en peligro inclusive de llegar a provocar su

desaparición. Lo primordial es que dicha rentabilidad mínima y su cálculo no se lleguen a convertir en un tipo de impedimento para el manejo óptimo de los portafolios. Por ello es necesario que la regulación de la rentabilidad mínima sea lo suficientemente flexible para que no se presenten comportamientos “manada” por parte de las AFP. En otras palabras, lo que se busca es que no todos los fondos sigan los mismos pasos de aquel que toma el riesgo, ya que el objetivo es fortalecer la autonomía para obtener altas rentabilidades en los fondos con el menor riesgo posible⁶⁰.

Por último, el esquema de multifondos aporta un componente realmente significativo que atiende al régimen contributivo, el cual es el de los beneficios económicos periódicos (Beps), que consiste en un régimen solidario para aquellas personas que no alcancen a completar los requisitos para acceder a una pensión, la cual se obtendría en parte, de los recursos que haya ahorrado el afiliado y de aportes del Estado.

De esta manera se entiende agotado los temas que consideramos más relevantes en relación al esquema de multifondos en Colombia y los cambios que ello generaría, para así dar paso a otros aspectos que también son considerados importantes, ya que si se tiene la intención de instaurar este esquema, para ello es necesario adelantar una serie de medidas las cuales permitirán su funcionamiento.

⁶⁰ http://www.gerente.com/revistas/gerente/0608/colombia/inversio1c_0608.html. 26 de agosto del 2009.

5.3 MEDIDAS QUE SE DEBEN INSTAURAR PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA DE MULTIFONDOS EN COLOMBIA

Para implementar en Colombia un esquema de multifondos es importante en primera instancia la realización y regulación de un nuevo régimen de inversiones que tenga en cuenta los tres tipos de portafolios diferentes que se van a crear. Adicionalmente hay que brindar información, adecuaciones tecnológicas, y asesorar al personal de las AFP. Para esto se tiene una base de gestión por fondos que las administradoras tienen funcionando, unos equipos humanos de asesores, unas estructuras de atención a los clientes de quejas y reclamos, estructuras de suministro de información, y oficinas de comunicación y divulgación.

También se debe generar una cultura para que las personas procesen la información financiera que recibirán y se necesitará también una cultura de entrega de la información disciplinada y de toma de decisiones básicas. Esto implica darle relevancia a los pilares fundamentales de los multifondos sin llegar a introducir a la sociedad, desde un inicio, en las decisiones complejas.

Por ejemplo, la discusión más recurrente en relación al tema de los multifondos, radica en el procedimiento que debe seguirse para la elección del tipo de fondo en cabeza de los trabajadores. Algunos expertos en el tema han insistido que la solución para ello es adelantar campañas de educación que le brinden al trabajador herramientas las cuales faciliten una toma de decisiones racionales y acertadas sobre su futuro pensional, donde será fundamental el papel del Gobierno y las AFPs. De la misma manera, Asofondos ha tratado de adelantarse a esto, ya que es consciente de que en el país hay una falta de cultura financiera, así será permitido que los ahorros de los afiliados que no escojan voluntariamente su portafolio de inversión, sean destinados en primera instancia a un fondo moderado hasta que el trabajador se encuentre suficientemente capacitado para realizar la elección de su portafolio.

Se puede concluir que la debilidad del esquema multifondos es la poca cultura financiera que existe entre los colombianos, por lo cual en éste sistema se requiere más compromiso y conocimiento del beneficiario sobre su cuenta pensional y las coyunturas económicas del país para tomar las decisiones más adecuadas sobre sus inversiones.

La implementación de un esquema multifondos ha causado preocupaciones ya que si no se trabaja para la formación y educación, se prevé una situación difícil en el sistema, aunque uno de los aspectos a resaltar es que se tiene la intención de que dicho esquema se inicie con una estructura muy simple, lo cual ayudaría definitivamente a la formación. Por esto el sistema mismo se encargaría de formar a los afiliados, aunque la industria y el Gobierno deberán realizar un trabajo conjunto para educar a las personas ya que para la elección de cada fondo se requiere un conocimiento básico.

El primer paso que deben implementar las administradoras de fondos de pensiones, será capacitar adecuadamente a sus propios equipos para que estén en condiciones de dar el asesoramiento financiero necesario, y posteriormente estas deberán diseñar una campaña de difusión para los clientes empleando todo tipo de canales: individualmente, a través del gremio o en colaboración con los reguladores.

Por otro lado, es importante que la sociedad esté dispuesta a aceptar el pragmatismo, apoyándose en la experiencia internacional, considerando las características de la economía y la industria y el momento en el que se encuentran las mismas.

Otro aspecto relevante que se debe tener en cuenta para una implementación exitosa de los multifondos es ser muy cuidadosos y diferenciar de manera tal los

fondos que permitan a los afiliados poder distinguir y contar con un menú amplio de opciones. Igualmente se deben diseñar medidas de desempeño que valoren el riesgo – retorno por fondo y sean fácilmente comparables por el afiliado y fácilmente supervisables por el regulador.

Es significativo que se promueva una mayor profesionalización de los gestores de cartera y que se contemple la posibilidad de una regulación por parte del Gobierno corporativo, el cual busque fortalecer la transparencia de la administración de recursos de terceros, para que con éste cambio se generen los resultados esperados.

En relación a la regulación de los multifondos, esta debe estar dirigida a incentivar el manejo eficiente de los recursos con una perspectiva de largo plazo. Se debe insistir en la flexibilización del régimen de inversiones buscando que éste se ajuste al sistema de multifondos, el cual impulse la ampliación de la oferta de activos disponibles para la inversión, y la profundización del mercado de coberturas cambiarias que permita inversiones de recursos en el exterior con protección al riesgo.

Es importante que se revisen *“los límites a las inversiones en instrumentos extranjeros, las restricciones a las inversiones en renta variable local y la posibilidad de realizar operaciones de cobertura de riesgo, tanto de instrumentos como de moneda”*⁶¹, de modo que se pueda aprovechar la mejor correlación entre los activos domésticos y los externos.

En general, para que el esquema de multifondos funcione, no es necesario encaminarse hacia inversiones complejas. Por el contrario, basta con promover inversiones en instrumentos simples que generen una mayor liquidez. Para esto

⁶¹ http://www.sipen.gov.do/documentos/7_AIOS_2009_MUSALEN.pdf

es necesario que se establezca un esquema para la administración del riesgo, el cual consiste básicamente en que se pueda contar con un comité de riesgo que administre acudiendo a estrategias de corto, mediano y largo plazo, con políticas de inversión concretas con las cuales se cumplan las funciones de monitoreo y balance de los portafolios, sin eliminar la realización de auditorías externas e internas para fortalecer la gestión de riesgo de las carteras de inversión de cada uno de los fondos de pensiones.

En relación a la evaluación del desempeño de los fondos de pensiones, es necesario extender el tiempo con miras a estudiar los resultados arrojados en un largo plazo, ya que con los sistemas cerrados de fondos de pensiones con estrategia de inversión de largo plazo, se generan mayores tasas de retorno que con los sistemas abiertos de inversión de corto plazo. Además los fondos de pensiones deberán trabajar sobre la base de una inversión prudente, la cual debe darse a través de una reforma de la supervisión la cual deberá dirigirse al cumplimiento de las regulaciones y a la exposición de riesgos del afiliado⁶².

Así mismo, para el funcionamiento del nuevo esquema es necesario introducir mecanismos de medición de riesgo y determinar cuidadosamente la estructura de límites para orientarlos sobre la base del riesgo. Esto con la intención de alcanzar una mayor consistencia en la gestión de las carteras.

En la implementación del esquema multifondos, es crítica la definición de los mecanismos de seguimiento a la gestión y a los portafolios, en la misma medida que, como se anotó anteriormente, lo será la educación financiera para que cada quien se apodere de su propio futuro financiero. Adicionalmente habrá que mirar la capacidad que tiene el mercado de capitales para financiar el desarrollo de los países, ya que el control de capitales castiga el costo de capital y el desarrollo. En

⁶² Por riesgos a supervisar se entienden los riesgos financieros y los riesgos operativos. Fuente: http://www.sipen.gov.do/documentos/7_AIOS_2009_MUSALEN.pdf.

general, lo que se debe buscar es que las empresas colombianas no se enfoquen únicamente en el crecimiento local, sino que sean consientes que el mundo es global y como tal deben ser competitivas en ese ámbito.

También se requerirá reforzar los requisitos de información pública periódica por parte de los administradores en relación a los afiliados.

De esta manera se observa cómo cada uno de los participantes deben de intervenir en diferentes aspectos para lograr la implementación de los multifondos, y haciendo mayor énfasis en el que consideramos el aspecto principal para dicha implementación, el cual es la educación financiera, vemos que las AFP tendrán una obligación expresa de informar y asesorar a los afiliados sobre sus derechos y obligaciones para tomar decisiones informadas. Por su parte el Gobierno deberá establecer normas sobre la información que se deberá suministrar a los afiliados, y la Superintendencia Financiera deberá realizar la supervisión de esa información que se entrega a los afiliados. Aunque no se puede sostener que el papel de los afiliados deba ser pasivo, sino que estos deben de intervenir activamente en la conformación de su ahorro pensional, así deberán manifestar si entienden los beneficios y riesgos de su elección para la toma de decisiones apropiadas, dado que de no hacerlo, tienen el derecho a recibir la asesoría adecuada para el eficiente funcionamiento y manejo de su pensión.

5.4 ASPECTOS POSITIVOS Y NEGATIVOS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA MULTIFONDOS

Es importante resaltar que la implementación del esquema de multifondos tiene aspectos, tanto negativos como positivos, y al ser éste un tema tan complejo, puede causar diferentes puntos de opinión generándose constantemente críticas a favor y en contra del mismo.

Según esto, la reforma financiera, por medio de la cual se implementa el esquema multifondos, puede verse como un instrumento que tiene un gran alcance social ya que esta permite optimizar los ahorros en el sistema de pensiones a través de la creación de tres tipos de portafolios diferentes según la relación riesgo – retorno. Otro de los aspectos relevantes es la flexibilidad que el esquema de multifondos inyecta a los fondos de pensiones. Además, se afronta un problema crítico que existe actualmente con millones de colombianos que no tiene expectativa de pensión, ya que con los Beps comenzarán a ser inscritos en diferentes entidades, donde éstos con un pequeño ahorro pensional y la colaboración del Gobierno, irán acumulando en una cuenta el capital necesario para que cuando el trabajador llegue a cierta edad pueda retirarse. Los Beps también serían útiles para aquellas personas que habiendo cotizado sus pensiones, no lograron completar el número de semanas exigidas en la ley, otorgándoles la posibilidad de obtener una mesada por debajo del salario mínimo mensual.

En el mismo sentido, con los multifondos se genera una mayor participación del trabajador en los temas de su pensión, lo que le impondrá una mayor disciplina a los administradores, produciéndose con ello, una mejor asignación de los recursos en la economía, pues como se ha observado en otros países, las inversiones permitidas se incluyeron en proyectos de infraestructura, titularización de cartera y deuda de microempresas, y es de allí donde se origina el gran consenso sobre la conveniencia de este nuevo esquema⁶³.

Los multifondos traen otra serie de ventajas, una de ellas se deriva de la teoría financiera donde se demuestra que la cartera óptima depende tanto de las condiciones del mercado, como de las reglas de la regulación y de las características de las personas (etapa del ciclo de vida, nivel de riqueza, grado de aversión al riesgo, entre otros). Así con los multifondos los afiliados van a poder

⁶³ http://www.dinero.com/wf_ImprimirArticulo.aspx?IdRef=61217&IdTab=1

contar con portafolios más diversificados y mucho más congruentes con su preferencia de riesgo y los horizontes de inversión individual. De la misma manera, las AFP pueden, por medio de éste esquema, *“especializarse, segmentar a sus clientes, y atenderlos con instrumentos (fondos) más calibrados y eficientes a las necesidades individuales”*⁶⁴.

Con la implementación de los multifondos se puede ver como el mercado local cuenta con mayores posibilidades de aproximarse a la “frontera optima” y con esa mayor flexibilidad que se le inyecta, se podrán ajustar las carteras a los condicionantes.

Cuando los multifondos introducen las múltiples modalidades previsionales y la decisión sobre el retiro en diversos momentos en el tiempo, con ello se están aumentando *“los grados de libertad para que las partes puedan gestionar los ahorros previsionales de acuerdo a la etapa en la que se encuentran dentro del ciclo de vida, y a la mayor o menor aversión al riesgo”*⁶⁵.

Por otro lado existen críticas al esquema, argumentando que el mismo no alcanza a afrontar la problemática del sector, pues ignora la realidad, denota temor reverencial por las instituciones financieras y no enfrenta el peligroso aumento de la concentración económica lograda a costa del expolio del país⁶⁶.

Por ejemplo, se encuentran algunos aspectos que se pueden convertir en arma de doble filo. En relación al mercado accionario, éste esquema de multifondos traerá como resultado una mayor inversión de los fondos de pensiones en acciones colombianas generándole a estas fuertes valorizaciones. Sin embargo, la

⁶⁴ http://www.sipen.gov.do/documentos/7_AIOS_2009_MUSALEN.pdf

⁶⁵ http://www.sipen.gov.do/documentos/7_AIOS_2009_MUSALEN.pdf

⁶⁶ <http://www.actualicese.com/actualidad/2009/07/14/las-criticas-y-los-aplausos-de-la-reforma-financiera/>

consecuencia de alzas excesivas es que los títulos que se cotizan en bolsa llegan al punto de parecer muy caros frente a acciones comparables en otros países. Por esta razón, el mercado de renta variable dejaría de ser atractivo, así que los fondos de pensiones buscarían alternativas en el exterior y los inversionistas extranjeros considerarían costoso el mercado colombiano alejándose cada vez más.

A lo anterior se le suma otro temor que tiene que ver con las condiciones del mercado de capitales nacional y es que tiene muy pocas empresas inscritas⁶⁷, lo que implica que no haya suficiente capacidad para que se absorban los nuevos recursos de los fondos.

Sin embargo, está la otra cara de la moneda en relación al mercado accionario, donde la mayoría de los afiliados a los fondos privados son jóvenes, por lo cual los multifondos podrían causar un aumento de los recursos hacia el mercado de acciones y por esta vía generar un incremento en los precios⁶⁸. Pero en caso que esto sucediera, se vería cómo algo positivo al ver la oportunidad perfecta para que nuevos emisores salgan a financiarse en el mercado de valores.

Se piensa que con los multifondos se está autorizando la legalización de las pérdidas que sufran los ahorradores ya que ahora serán los trabajadores quienes decidirán dónde, cuándo y cómo invertir sus ahorros. Esto para ellos es ilógico si se parte de la base que esto se le está pidiendo a un trabajador que no tiene una idea clara de finanzas, inversiones en bolsa y demás sofisticados paquetes de inversión. En este sentido si se le exige al trabajador que decida sobre su

⁶⁷ *“En Colombia, según Confecámaras hay 660.109 sociedades (sin contar las unipersonales) de las cuales 69.221 son anónimas y solo 106 están inscritas en bolsa donde únicamente 22 son de alta bursatilidad, 29 de baja o mínima bursatilidad y 39 de nula bursatilidad.”* Tomado de http://www.portafolio.com.co/economia/economiahoy/2008-12-18/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4729412.html

⁶⁸ http://www.dinero.com/wf_ImprimirArticulo.aspx?IdRef=61217&IdTab=1

inversión, lo que se estaría haciendo sería empujarlo a la quiebra dado que la velocidad en que se mueven los capitales en ese sofisticado mundo de inversiones es considerable. Si allí han fracasado expertos inversionistas que llevan años en ese mundo y que cuentan con buenos contactos e información, ¿Que se puede esperar de un trabajador que no tiene la más remota idea de ese mundo? Estos sostienen que con seguridad perdería el capital ahorrado durante los años de trabajo y sacrificio⁶⁹.

Existen otros desafíos que enfrenta éste sistema en relación a la política de información institucional, y específicamente en la construcción de los mensajes de la comunicación teniendo en cuenta la segmentación de público y los costos que implicaría la implementación de los distintos medios de comunicación para lograr la penetración y difusión de la política que se desea efectuar. Todo esto gira en torno al problema de la asimetría de información que se presenta entre la demanda y la oferta de estos servicios, siendo un aspecto de mayor influencia la heterogeneidad que se observa dentro del conjunto de los afiliados.

Por otro lado, en relación a las “*opciones por default*”⁷⁰ es importante anotar, que aunque los individuos puedan elegir entre las múltiples modalidades previsionales, estos cometen errores y no siempre son racionales, lo que implicaría que el público que cuente con mayores niveles de formación e información, tengan una probabilidad mayor de hacer una gestión más autónoma de la inversión de sus ahorros, mientras que el resto de la población tendrá la necesidad de ser asesorado por las empresas periódicamente o por medio de la regulación que se haga para el efecto. Así, dicha libertad de opción no podrá ser ejercida realmente, ya que no se basarán en el criterio de preferencia del tipo de riesgo que desee el

⁶⁹ <http://www.gerencie.com/con-los-multifondos-autorizaremos-para-que-nos-roben.html>

⁷⁰ Opciones default se entiende que se dan cuando los afiliados que no eligen el fondo de pensiones, son asignados por parte de la administradora según sus edades y características, al fondo moderado o conservador.

afiliado sino en la relación rentabilidad- riesgo que se comparezca con sus características particulares.

5.5 EXPERIENCIA DE LOS MULTIFONDOS EN AMÉRICA LATINA

Al observar la tendencia de los sistemas de capitalización individual por la introducción de esquemas con diversas opciones de inversión, es decir con la introducción del esquema multifondos, se hará referencia a la regulación de los sistemas de multifondos que se han implementado en países como Chile, Perú y México.

Es pertinente reiterar que los “multifondos” hacen referencia a aquellos que permiten a las entidades administradoras ofrecer más de un portafolio a sus respectivos afiliados. En éste punto de la investigación nos detendremos a analizar algunos aspectos principales de la experiencia que se tiene en tema de los multifondos. En el primero de ellos se observarán los distintos tipos de portafolio en cada uno de los países mencionados; y en segundo lugar se va a describir cómo los afiliados realizan la selección entre los distintos portafolios y las reglas que se aplican cuando no existe elección.

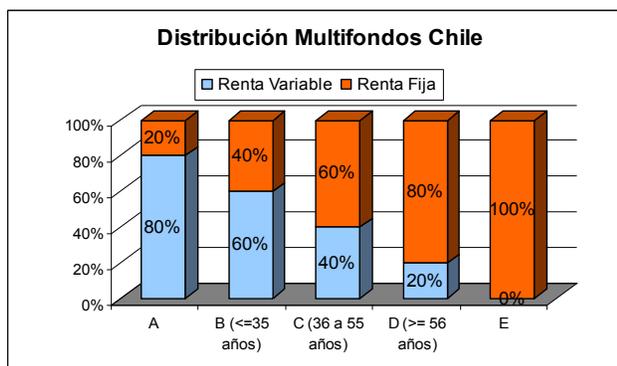
- **Tipos de fondos**

En Chile, los multifondos se iniciaron en el año 2000, donde a las administradoras de fondos de pensiones se les obligó a ofrecer dos tipos de portafolio: un primer portafolio que estuviese balanceado entre acciones y renta fija; y un segundo fondo compuesto únicamente por renta fija creado para aquellas personas próximas a pensionarse.

Pero en septiembre del 2002, en Chile se llegaron a ofrecer cinco tipos de fondos denominados “A”, “B”, “C”, “D” y “E”. Dichos fondos se distinguen entre sí por el

porcentaje de activos que pueden invertirse en instrumentos de renta variable, donde el portafolio “E” es el que presenta el menor riesgo hasta el fondo “A” el cual representa el mayor riesgo.

Figura 4. Distribución Multifondos Chile



Fuente: Seminario Internacional “El futuro de las pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual” FIAP, Perú, 2008 Jorge Ramos Raygada Presidente ING Colombia.

Por su parte México, introdujo el esquema multifondos a partir de año 2005, donde las “AFORES”⁷¹ ofrecían dos tipos de fondos; la SIEFORE Básica 1 y la SIEFORE Básica 2. Pero a partir de marzo del 2008 se incorporaron tres nuevos fondos, las SIEFORES Básicas 3,4 y 5 con carácter voluntario para las “AFORES”.

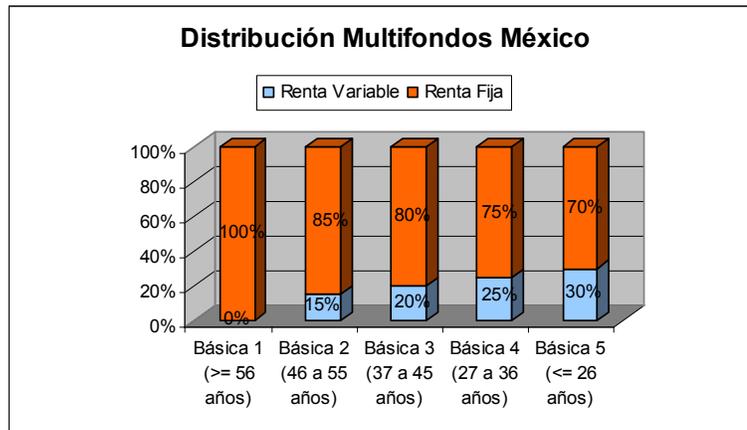
La SB1 sólo puede invertir en instrumentos de renta fija, nacionales y extranjeros, y en los valores internacionales de deuda permitidos (títulos emitidos por gobiernos y empresas con alta calificación crediticia). La SB2 tiene un límite máximo de inversión en renta variable de 15% del total invertido. En el caso de la SB3, SB4 y SB5, este límite asciende a un 20%, 25% y 30%, respectivamente.

Cabe anotar que para los fondos señalados la ley no establece límites mínimos de inversión en renta variable o renta fija⁷².

⁷¹ Por AFORES se entiende: Conforme a la reforma a los Sistemas de Ahorro para el Retiro es decir, a los seguros de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, establecidos en la Ley del Seguro Social, el gobierno De México creó unos organismos financieros privados llamados Administradoras de Fondos para el Retiro, AFORES.

⁷² http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20080125/asocfile/20080125111633/multifondos.pdf

Figura 5. Distribución Multifondos México



Fuente: Seminario Internacional “El futuro de las pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual” FIAP Perú, 2008, Jorge Ramos Raygada Presidente ING Colombia.

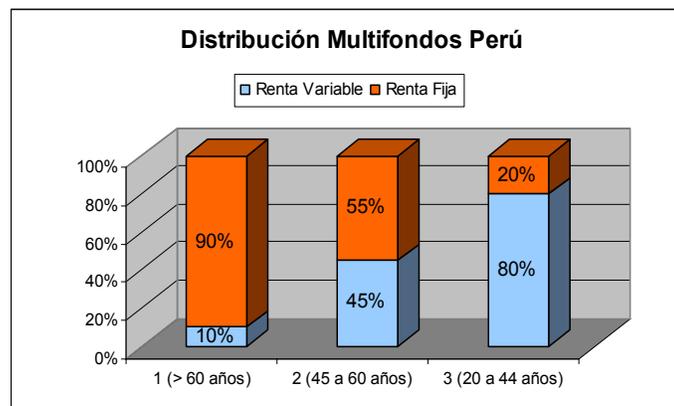
Por último, en Perú el esquema multifondos se estableció en el años 2005, con tres tipos de fondos para aportes obligatorios: *“el Fondo Tipo 1 (Fondo de Preservación de Capital ó Conservador), que busca un crecimiento estable con baja volatilidad de inversión; el Fondo Tipo 2 (Fondo Mixto ó Balanceado), que busca un crecimiento moderado con volatilidad media de inversión; y el Fondo Tipo 3 o Fondo de Apreciación del Capital (Fondo de Crecimiento), que busca un alto nivel de crecimiento del Fondo con alta volatilidad de inversión”*⁷³.

Los límites de inversión de cada portafolio distinguen cuatro tipos de instrumentos: renta variable, renta fija, derivados y corto plazo. El fondo conservador tiene permitido invertir como máximo el 10% en renta variable e igualmente en derivados. En instrumentos de corto plazo hasta el 40% y hasta un 100% en renta fija. El fondo balanceado puede invertir hasta un 45% en renta variable, un 75% en renta fija, un 30% en instrumentos de corto plazo, y un 10% en derivados. Y en el

⁷³ http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20080125/asocfile/20080125111633/multifondos.pdf

fondo de crecimiento se puede invertir hasta un 70% en renta variable, 70% en renta fija, un 30% en instrumentos de corto plazo, y un 20% en derivados.

Figura 6. Distribución Multifondos Perú

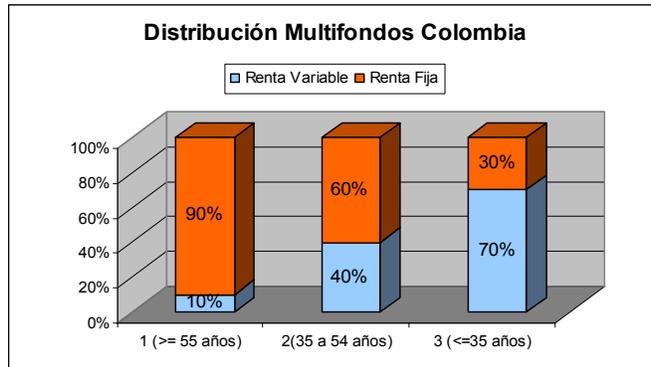


Fuente: Seminario Internacional “El futuro de las pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual” FIAP, Perú, 2008, Jorge Ramos Raygada Presidente ING Colombia.

De esta manera, al comparar el tipo de fondos que se han empleado a través del esquema de multifondos en países como Chile, Perú, y México, encontramos que el tipo de fondos del esquema de multifondos que se desea implementar en Colombia tiene una similitud más cercana a la del Perú, ya que en Colombia se desea implementar tres tipos de fondos en los cuales se encuentra el fondo conservador (el de menor riesgo y retorno para aquellos próximos a pensionarse donde sólo podrá destinarse un 20% a renta variable), el fondo moderado (tiene un riesgo y retorno similar al fondo único actual que opera en Colombia donde se podrá destinar hasta un 40% a renta variable), y por último está el fondo agresivo (tiene mayor riesgo, mayor retorno y rentabilidad donde podrá destinarse hasta un 70% en renta variable).

Así se observa que en Colombia, a través de la creación de distintos tipos de fondos, se diferencian las posibilidades de inversión con la intensidad de que haya un fondo que se relacione con las necesidades de cada afiliado.

Figura 7. Distribución Multifondos Colombia



Fuente: Seminario Internacional “El futuro de las pensiones: desarrollo de los programas de capitalización individual” FIAP, Perú, 2008, Jorge Ramos Raygada Presidente ING Colombia.

- **Selección de Fondos**

En Chile los afiliados que son hombres menores de 55 años y mujeres menores de 50 años, tienen la posibilidad de elegir en tener sus ahorros en los fondos “A”, “B”, “C”, “D” y “E”. Pero los pensionados sólo puede elegir los fondos “C”, “D” y “E”. Estas limitaciones sólo se aplican a los ahorros obligatorios, ya que son los únicos que están limitados. Así, de esta manera un pensionado puede tener su ahorro voluntario en el fondo tipo “A”.

Adicionalmente, los afiliados tienen la opción de distribuir sus cotizaciones obligatorias entre dos fondos diferentes dentro de la misma AFP en la manera en la que ellos lo deseen. Aquí los afiliados podrán transferir sin costo sus saldos entre los fondos de la misma AFP dos veces al año sin importar el tipo de cotización, pero en caso de que la traspase más de dos veces al año, las AFP pueden cobrar una comisión de salida la cual el afiliado deberá pagar directamente, aunque sea observado en la realidad que ninguna administradora cobra esta comisión de salida actualmente.

En el esquema multifondos chileno, la Ley preestablece un fondo que varía según la edad para aquellos afiliados que no ejercen su derecho de elección. Aquí se divide a los afiliados en tres grupos diferentes:

Los afiliados hombres menores de 55 años y mujeres menores de 50 años pueden elegir tener sus ahorros en los Fondos A, B, C, D y E. Los pensionados pueden elegir sólo los Fondos C, D y E. Los afiliados que tengan sobre 55 años de edad y las afiliadas que tengan sobre 50 años de edad pueden acceder al Fondo B, C, D y E²⁴. Sólo los ahorros obligatorios están limitados. Tal es así que un pensionado puede tener ahorro voluntario en el fondo tipo A⁷⁴.

En relación al portafolio preestablecido por default en México, se debe de anotar que allí se establece para todos los trabajadores que no ejercen activamente su derecho de elección la “SB 2”, con excepción a los afiliados de 56 o más años de edad los cuales se asignan a la “SB 1”.

Sin embargo, cuando entraron en vigencia las “SIEFORES Básicas 3, 4 y 5” los ahorros comenzaron a ser depositados en una de las SIEFORES según la edad del afiliado. De esta manera los afiliados de 56 años o mayores, son asignados a las SB1, los que tienen entre 46 y 55 años de edad a la SB2, los que tienen entre 37 y 45 a la SB3, los que tienen entre 27 y 36 años a la SB4, y los de 26 o menos a la SB5. Aquí los trabajadores siempre tienen la opción de trasladarse sin ninguna restricción o costo, hacia una SIEFORE de un grupo para gente de mayor edad, sin existir la posibilidad de que los trabajadores pueden elegir trasladarse a un fondo para gente de menor edad.

En Perú, el fondo tipo 1 es obligatorio para los afiliados mayores de 60 años o aquellos que tengan una pensión otorgada bajo la modalidad de retiro programado o renta temporal, salvo que el afiliado exprese por escrito que desea mantener su

⁷⁴ Decreto Ley N° 3.500, artículos 29 y 32 (Chile).

fondo en el tipo 2. En relación a los fondos tipos 2 y tipo 3 estos pueden ser seleccionados sin ninguna restricción por los afiliados menores de 60 años.

Quienes no seleccionan un tipo de fondo cuando se afilian al sistema pensiones, éstos son afiliados de acuerdo a su edad, donde los menores de 60 años de edad se asignan al fondo tipo 2 y los mayores de 60 años automáticamente se asignan al fondo tipo 1.

Aquí los afiliados pueden transferir libremente y sin costos sus saldos de cotizaciones obligatorias y ahorro voluntario entre los tres tipos de fondos cada tres meses.

En relación a lo anterior, al observar en Colombia cómo opera la selección de fondos, se ve la posibilidad de que el afiliado se dirija al fondo de pensiones respectivo y combine la manera en que desea realizar las inversiones con respecto a su edad. En caso de que el afiliado no escoja el fondo, la administradora pondrá en marcha un esquema de asignación para confeccionar el portafolio de cada persona según su edad, es decir que se crea un esquema default en donde se asignará un fondo para el afiliado según la edad y el género, y se asignarán únicamente al fondo moderado y conservador. Esto teniendo en cuenta que a quienes les falten menos de ocho años para acceder a las edades de pensión sólo podrá asignarse al portafolio conservador⁷⁵. En relación a los traslados, los afiliados podrán escoger y trasladarse libremente de fondos y de administradoras

Así, de acuerdo a la experiencia de los multifondos en otros países, podemos concluir que la implementación de dicho esquema en cada uno de ellos se dirige a lograr un único objetivo, el cual es incrementar el valor esperado de pensión

⁷⁵ RONDÓN GONZALEZ, Gilberto. Análisis de reforma financiera. Universidad de Rosario, Julio 29 del 2009.

dentro de un marco de supervisión que brinde seguridad a los afiliados, donde se creen diferentes tipos de fondos dentro del sistema pensional, los cuales se comparezcan con las necesidades de cada uno de los cotizantes en relación a su aversión al riesgo y ciclo de vida en el que se encuentren.

Podemos observar con mayor claridad la siguiente tabla⁷⁶:

Tabla No.3
La experiencia de Chile, Perú y México con los multifondos

País	¿Cómo diferenciar los fondos?		¿Cómo asignar a los afiliados?	
	Número de fondos	Diferenciados por	Elección	Asignación
Chile	5 fondos (A,B,C,D,E)	Rango permitido de renta variable (local y extranjera): Fondo A entre 40% y 80; B 25%-60%; C 15%-40%; D 5%-20%; E 0%.	Los afiliados pueden escoger entre los 5 fondos disponibles; los afiliados mayores de 55 años no pueden elegir el fondo A.	De no producirse elección por parte del afiliado, de acuerdo con la edad, se le asigna en el fondo B, C o D. ¹⁸
Perú	3 fondos (Preservación, Mixto, Apreciación)	Cada fondo, por Ley, tiene límites a posiciones en renta variable, fija, derivados y activos de corto plazo. Preservación tiene límite máximo de 10% en renta variable y 10% en derivados; Mixto 45% y 10%, respectivamente; Apreciación 80% y 20%, respectivamente.	Los afiliados pueden escoger entre los 3 fondos disponibles; Afiliados mayores a 60 años pueden elegir entre el Mixto y Preservación.	De no producirse elección por parte del afiliado, se le asigna en el fondo Mixto.
México	2 fondos (SIEFORE #1 y SIEFORE #2)	Diferenciado por los instrumentos disponibles para inversión. SIEFORE #1 invierte en valores gubernamentales, no gubernamentales y valores internacionales (hasta el 20%); el SIEFORE #2 puede también incluir notas con capital protegido sobre índices accionarios, pero no en acciones directamente.	Los afiliados pueden escoger entre los 2 fondos disponibles; si tiene más de 56 años de edad se le asigna automáticamente el SIEFORE #1.	De no producirse elección por parte del afiliado, se le asigna en el SIEFORE #2, excepto si tiene más de 56 años de edad.

Fuente: Elaboración de los autores con información de la FIAP

⁷⁶ <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra506.pdf>

6. CONCLUSIONES

Luego de haber abarcado los temas más relevantes para la implementación de un esquema multifondos en Colombia, teniendo en cuenta aquellos cambios que deben de realizarse para que dicho esquema funcione eficazmente y haciendo énfasis en las desventajas que éste tiene, podemos llegar a la conclusión que este sistema lo que logra es otorgarle una discrecionalidad al usuario con relación al manejo de sus inversiones, brindándole tres tipos de fondos diferentes: Uno de gran riesgo, otro de riesgo moderado y otro conservador, dentro de los cuales será el afiliado el encargado de tomar la decisión sobre cuál de éstos fondos elegir para invertir su ahorro pensional.

No obstante para que esto sea un hecho será necesario fomentar una cultura financiera por parte de los usuarios para que estos puedan hacer un uso adecuado de dicha discrecionalidad, pues normalmente se presupone que todas las personas que cotizan a una AFP tiene la capacidad, el conocimiento y la cultura financiera para lograr un buen desempeño y una rentabilidad considerable en el largo plazo de su ahorro. Por lo tanto, si las personas no poseen dicha cultura o si las AFP no prestan un servicio de asesoría adecuado, es probable que éste sistema no genere los efectos positivos que tanto se esperan.

De la misma manera, es importante resaltar que lo que dio origen a que en la reforma Financiera se incluyera el tema de los multifondos fue el hecho que se presento entre enero y febrero del año 2008 cuando los fondos privados de pensiones arrojaron pérdidas por \$1,6 billones al desplomarse el valor de sus inversiones en renta variable y otros papeles, debido a la volatilidad de los mercados, de ello resultaron damnificados 7,8 millones de colombianos que tienen recursos en los fondos de pensiones obligatorias. Es por esto que el sistema pensional colombiano buscaba realizar una innovación para pasar de un esquema

que ofrece un único fondo de inversiones a un esquema con varias opciones de inversión para generar mayores rentabilidades y evitar en gran medida la volatilidad del mercado actual y las consecuencias que éste trae. También se pensó en los multifondos, porque estos podrían darle dinámica al mercado de capitales en Colombia, el cual traería mejoras para el sistema de ahorro.

Es por esto entonces que con los multifondos se tiene la idea de crear un portafolio de inversión que garantice la rentabilidad de los afiliados, así como también se pretende promover el acceso de la población de menores recursos a estos servicios financieros. De igual manera, con el esquema multifondos se puede favorecer el desarrollo de las AFP y del mercado de capitales dado que es un paso importante pues éste permite, hacia un futuro, acumular mayores rendimientos de los aportes a pensiones y por ende disfrutar de una pensión mayor por parte de los afiliados. Con éste esquema se fortalecerán las garantías de rentabilidad mínima de protección a los aportes y en relación a las cesantías, también se busca implementar un cambio, ya que se tiene previsto la creación de dos portafolios: uno de largo plazo y otro de corto plazo, otorgando la opción de escoger entre retirar los recursos rápidamente o mantenerlos.

Es por esto que el sistema multifondos tiene en cuenta cada uno de los participantes del sistema de pensiones pues permite segmentar por edades y perfiles de riesgo a todos los cotizantes en distintos niveles de riesgo – retorno. Así por ejemplo, le da una oportunidad a los jóvenes, quienes se caracterizan por ser personas más arriesgadas, a invertir sus ahorros individuales de una manera más aventurada con mayores rentabilidades a largo plazo, mientras que al mismo tiempo protege a aquellos que están próximos a pensionarse reduciéndoles el riesgo al que se encuentre sometido su ahorro. En otras palabras, éste modelo pretende que el afiliado más que elegir un fondo de pensiones, elija un portafolio de inversión de acuerdo a sus intereses y necesidades.

Es claro pues que la tarea queda en manos de las administradoras de pensiones para que estas adecuen sus sistemas para la implementación de los multifondos. El punto clave será el de la regulación, la cual está en cabeza de la Superintendencia Financiera como institución encargada de la función de vigilancia y control de las actividades financieras del sector pensional. Es por esto que en la implementación de dicho modelo será fundamental la participación activa de las AFPs, el Gobierno y en particular de la Superintendencia, los cuales tratarán de prevenir las fallas que este esquema de multifondos pueda presentar; Donde una de las más relevantes es el manejo de la información asimétrica, para que los demandantes de dicho servicio no se encuentren en una desventaja evidente en relación a los oferentes del mismo, sino que ambos se encuentren en posición de igualdad en relación a los beneficios que el esquema les traiga y a la regulación que se haga para el efecto.

De la conclusión anterior se desprenden dos de los grandes retos para multifondos: la reglamentación de; los regímenes de inversión, régimen de transición, de la posibilidad de invertir en varios fondos, etc. y como ya se dijo en párrafos anteriores, la necesidad de educar financieramente a los afiliados de los fondos de pensiones.

De esta manera sería muy aventurado por parte nuestra sostener que el modelo de multifondos va a funcionar y traer consigo los resultados esperados en nuestro país, ya que en el momento es un proyecto que se encuentra en la etapa de desarrollo y reglamentación, pero que efectivamente aun no ha empezado a operar en la práctica para saber concretamente que consecuencias se generarán. Lo que si podemos en este momento es tenerle credibilidad y esperar que con dicho esquema de multifondos las rentabilidades sean superiores, ello basado en lo que se ha experimentado en aquellos países donde el modelo de multifondos ya se ha implementado y los cuales han tenido resultados favorables en general.

BIBLIOGRAFÍA

ASOBANCARIA. El sector Financiero: Estructura, desarrollo y perspectivas. 1982.

CARMICHAEL, Jeffrey y POMERLEANO, Michael. Desarrollo y Regulación de Instituciones Financieras no Bancarias. Banco Mundial. Bogotá: Ediciones Mayol, 2005.

ECHAVARRÍA OLÓZAGA, Hernán. El Sentido Común en la Economía. Capítulo 8: Problemas de la intervención estatal. Textos de lectura para universitarios latinoamericanos. Octava edición. 2003.

JARA, Diego, “Borradores de Economía”: Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones. Año 2006, Vol. 000.

LEGUIZAMÓN ACOSTA, William. Derecho Constitucional Económico. Primera parte, Capítulo III: Principios económicos de origen liberal. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez. 2000.

MARTÍNEZ, y MURCIA, A. Desempeño financiero de los fondos de pensiones obligatorias en Colombia. En: Reporte de Estabilidad Financiera, Banco de la República, marzo 2007.

MORALES ALZATE, John Jairo. Derecho Económico Constitucional. Capítulo sexto: El Estado en la economía. Cuarta Edición ampliada. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez. 2002.

PARADA DAZA, J. Rigoberto. Los fondos de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y sus rentabilidades históricas. En: Revista Economía y Administración, 2002, Vol. 039

REVEIZ A, León C.; LASERNA, J.M. y MARTÍNEZ, I. Recomendaciones para la Modificación del Régimen de Pensiones Obligatorias en Colombia. En: Revista Ensayos Sobre Política Económica. Banco de la República, 2008, No.56.

RONDÓN GONZÁLEZ, Gilberto. Análisis de reforma financiera. Universidad de Rosario, Julio 29 del 2009.

MONTENEGRO, Santiago. Reforma Financiera: una visión desde el RAI. Asofondos, Bogotá, 2007

SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Anuario Estadístico: Entidades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. 1995.

SUPERINTENDENCIA BANCARÍA. Evolución de los Sectores Financieros Previsional y Asegurador 1990 - 1994. Noviembre de 1995.

SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Protección y seguridad: Estadísticas 2003, Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. 2004, Vol. 050.

Modelo Económico y Constitución. En: Debates de Coyuntura Económica. Noviembre de 2005, No. 62.

Panel: Reforma financiera y bancarización. En: Carta Financiera. Octubre – diciembre de 2008. No. 144.

Modificación al régimen de inversiones de fondos de pensiones obligatorias. En:
Revista Legislación Económica. 2004, Vol. 104

Los fondos de pensiones y la financiación de la infraestructura. En: Carta
Financiera. Marzo – abril de 2007. No.137.

Régimen de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias.
Circular Externa 050 del 2008. Título IV, Capítulo Cuarto.

Comunicado de prensa 038, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, República de
Colombia, Bogotá, Oscar Ivan Zuluaga – Ministro de Hacienda

Constitución Política de Colombia de 1991

Circular Externa 013 del 2004.

Circular Básica Jurídica, título IV, capítulo cuarto.

Corte Constitucional, Sentencia C – 579/99. Magistrado ponente: Dr. Eduardo
Cifuentes Muñoz

Corte Constitucional, Sentencia C – 560 de 1997. Magistrado ponente: José
Gregorio Hernández Galindo.

Corte Constitucional, Sentencia C - 252 de 1998. Magistrado ponente: Dra.
Carmenza Isaza de Gómez.

Corte Constitucional, Sentencia C – 415 de 1994. Magistrado ponente: Dr.
Eduardo Cifuentes Muñoz

Decreto 721 de 1994

Decreto Ley N° 3.500 (Chile).

Reforma financiera Ley 1328, junio del 2009

Sitios web:

http://www.acj.org.co/conceptos/concep_d-6348-2006.htm.

http://www.camaco.es.com.co/modules/ContentExpress/img_repository/sistema%20financiero.pdf.

<http://knol.google.com/k/anonymous/sociedades-administradoras-de-fondos-de/25rnn7f9hqann/1#>.

<http://www.superfinanciera.gov.co/>.

<http://www.banrep.gov.co/documentos/seminarios/pdf/JaraAFPs2005.pdf>.

<http://www.eafit.edu.co/NR/rdonlyres/B1895931-0C90-4BF9-8C06BB02C65885CC/0/ Presentacion CarlosEduardoRincon.pdf>.

http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Laserna/2007/Mercado_capitales_JML.pdf.

<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra523.pdf>.

<http://www.eafit.edu.co/NR/rdonlyres/B1895931-0C90-4BF9-8C06BB02C65885CC/0/ Presentacion CarlosEduardoRincon.pdf>

http://www.banrep.gov.co/index_eng.html,

<http://www.polodemocratico.net/La-Reforma-Financiera-en-pensiones>

<http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/presentacionrf2008.pdf>

www.asofondos.org.co/.../library/.../DocNewsNo64DocumentNo92.ppt

https://www.interbolsa.com/adminContenidos/c/document_library/get_file?uuid=9cf2922e-c835-455e-8f85-ed8c1941665&groupId=12039

http://www.tormo.com.co/noticias/5284/Colombia_Camina_Hacia_Los_Multifondos.html

http://www.gerente.com/revistas/gerente/0608/colombia/inversio1c_0608.html

<http://www.portafolio.com.co/archivo/documento/MAM-3537536>

http://www.gerente.com/revistas/gerente/0608/colombia/inversio1c_0608.html

http://www.sipen.gov.do/documentos/7_AIOS_2009_MUSALEN.pdf

http://www.dinero.com/wf_ImprimirArticulo.aspx?IdRef=61217&IdTab=1

<http://www.actualicese.com/actualidad/2009/07/14/las-criticas-y-los-aplausos-de-la-reforma-financiera/>

<http://www.gerencie.com/con-los-multifondos-autorizaremos-para-que-nos-roben.html>

http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20080125/asocfile/20080125111633/multifondos.pdf

<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra506.pdf>

<http://www.revistaperspectiva.com/blog/?p=171>

http://www.dinero.com/wf_ImprimirArticulo.aspx?IdRef=59288&IdTab=1

<http://www.mexiconews.com.mx/columnas/59003.html>

http://www.portafolio.com.co/economia/economiahoy/2008-12-18/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4729412.html

<http://www.asofondos.org.co/VBeContent/newsdetail.asp?id=15&idcompany=3>