

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

Facultad de Administración

No. 109, ISSN: 0124-8219
Septiembre de 2011

Análisis estratégico sector fondos de pensiones en Colombia

Cristian Camilo Jiménez P.
Rafael Ricardo Piraquive G.
Natalia Malaver R.
Hugo Alberto Rivera R.



Universidad del Rosario
Facultad de Administración

Análisis estratégico sector fondos de pensiones en Colombia

Documento de investigación No. 109

Cristian Camilo Jiménez P.
Rafael Ricardo Piraquive G.
Natalia Malaver R.
Hugo Alberto Rivera R.

Centro de Estudios Empresariales para la Perdurabilidad (CEEP)
Línea de investigación: Estrategia

Universidad del Rosario
Facultad de Administración
Editorial Universidad del Rosario
Bogotá D.C.
2011

Análisis estratégico del sector de fondos de pensiones en Colombia / Cristian Camilo Jiménez P...[et al]. —Bogotá: Editorial Universidad del Rosario, 2011. 58 p.

(Documento de Investigación; 109)

ISSN: 0124-8219

Análisis estructural de sectores estratégicos – Colombia / Fondos de pensiones - Colombia – Estudio de casos / Planificación empresarial – Colombia / I. Jiménez, P., Cristian Camilo / II. Piraquive G., Rafael Ricardo / III. Malaver R., Natalia / IV. Rivera R., Hugo Alberto / V. Universidad Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario, Facultad de Administración, Centro de Estudios Empresariales para la Perdurabilidad-CEEP, Línea de Investigación: Estrategia.

658.835 SCDD 20

Cristian Camilo Jiménez P.
Rafael Ricardo Piraquive G.
Natalia Malaver R.
Hugo Alberto Rivera R.

Corrección de estilo: Lina Morales
Diagramación: María del Pilar Palacio

Editorial Universidad del Rosario
<http://editorial.urosario.edu.co>

ISSN: 0124-8219

* Las opiniones de los artículos sólo comprometen a los autores y en ningún caso a la Universidad del Rosario. No se permite la reproducción total ni parcial sin la autorización de los autores.
Todos los derechos reservados.

Primera edición: Septiembre de 2011
Hecho en Colombia

Contenido

Introducción	5
La industria y el sector	6
Composición del sector de las pensiones y cesantías	7
Entorno macroeconómico	8
Análisis de turbulencia del sector	10
El concepto de turbulencia	10
Principales cambios presentados en el sector	12
Análisis AESE	28
Análisis de hacinamiento.....	28
Análisis estructural de las fuerzas del mercado en tiempo real	42
Conclusiones.....	51
Bibliografía	53

Análisis estratégico sector fondos de pensiones en Colombia

Cristian Camilo Jiménez P.*
Rafael Ricardo Piraquive G.**
Natalia Malaver R.***
Hugo Alberto Rivera R.****

Introducción

La academia de la administración ha procurado en los últimos años identificar elementos que permitan a las empresas obtener ventajas competitivas temporales para enfrentar entornos con grandes cambios. Es un cambio de orientación, porque en el pasado el lenguaje estaba dado hacia la generación de ventajas de largo plazo. Sin embargo, el entorno ha cambiado y cada vez más las discontinuidades obligan a transformaciones radicales que lleven a nuevos modelos de negocios. La Facultad de Administración de la Universidad del Rosario no es ajena a esta prioridad académica, y es así como en el año 2010 comienza a profundizar en el estudio de sectores con una orientación al tema de turbulencia. A través de un trabajo conjunto entre profesores y estudiantes de pregrado, se han publicado más de quince documentos sectoriales en los que se identifican estrategias puestas en marcha por empresas para hacer frente a la turbulencia. De manera puntual, este texto explora lo ocurrido en el sector de las administradoras de pensiones y cesantías, actividad crucial para la economía del país y para el bienestar de la población. Para empezar, se hace un análisis del sector en cuanto a las actividades que allí se realizan; luego, se procede a efectuar un estudio de la turbulencia, y, en una tercera parte, un análisis estratégico.

* Estudiante de la Facultad de Administración de la Universidad del Rosario. Correo electrónico: jimenez.cristian@ur.edu.co

** Estudiante de la Facultad de Administración de la Universidad del Rosario. Correo electrónico: piraquive.rafael@ur.edu.co

*** Magíster en Dirección y Gerencia de Empresas de la Universidad del Rosario y profesora de cátedra de la Facultad de Administración de dicha institución. Estudiante del Doctorado en Economía, Finanzas y Administración de la Universidad Camilo José Cela. Correo electrónico: nathmalaver@gmail.com

**** Profesor principal de la Facultad de Administración de la Universidad del Rosario e investigador del Grupo de Investigación en Perdurabilidad Empresarial. Correo electrónico: hugo.rivera@urosario.edu.co

La industria y el sector

El sector de las pensiones y cesantías en Colombia se encuentra dividido en tres grandes actividades: el Sistema General de Pensiones Obligatorias, los fondos de pensiones voluntarias y las cesantías. Las empresas del sector privado, llamadas sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, se encargan de la administración de los ahorros realizados por las personas. Con este dinero, los fondos hacen inversiones en activos de renta fija y renta variable con el fin de obtener rentabilidad que valore los ahorros de los cotizantes.

En la historia de este sector se pueden evidenciar dos grandes sistemas pensionales: el primero llamado *fully funded*, que consiste en que los trabajadores actuales son los encargados de aportar los pagos de los cesantes que se encuentran en el mismo período de tiempo en la economía. El segundo sistema, denominado *pay as you go*, consiste en que cada persona, a medida que trabaja, hace un ahorro para su propia pensión a fin de que, una vez cumpla los requisitos establecidos en la ley, se le otorgue una pensión equivalente o superior al monto ahorrado. En el caso colombiano, el sistema que rige actualmente es el segundo; sin embargo, existe un fondo de solidaridad en el cual las personas con mayores ingresos hacen un aporte para aquellos que no pueden cotizar a pensión. Este último funciona como un *fully funded*.

Tal sistema está compuesto por dos regímenes solidarios:

Régimen solidario de prima media con prestación definida (RPM): es aquel mediante el cual los afiliados o sus beneficiarios obtienen una pensión de vejez, de invalidez o de sobrevivientes, o una indemnización, previamente definidas. Son aplicables a este régimen las disposiciones vigentes para los seguros de invalidez, vejez y muerte a cargo del Instituto de Seguros Sociales (ISS).

Régimen de ahorro individual con solidaridad (RAI): es aquel mediante el cual los afiliados tendrán derecho a una pensión de vejez a la edad que escojan, siempre y cuando el capital acumulado en su cuenta de ahorro individual les permita obtener una pensión mensual superior al 110% del salario mínimo legal mensual vigente a la fecha de expedición de esta Ley, reajustado anualmente según la variación porcentual del índice de precios

al consumidor certificado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). Para el cálculo de dicho monto, se tendrá en cuenta el valor del bono pensional, cuando a este hubiere lugar.

En este documento, se trabajará con el Régimen de Ahorro Individual (RAI), pues en este se encuentran las empresas que serán analizadas. El Régimen de Prima Media (RPM) es administrado por el ISS, que a su vez está a cargo del Estado, por lo tanto, no es fundamental para el estudio que se planteará.

Los fondos de pensiones voluntarias permiten a los ahorradores aumentar su patrimonio con el fin de obtener un mayor monto de pensiones al momento de su retiro. En los últimos años, la Superintendencia Financiera ha permitido que los depositantes elijan el portafolio de inversión en el cual pondrán sus fondos pensionales. Ello, para que los cotizantes puedan llegar a conseguir mayores rendimientos.

Por otra parte, las cesantías son un ahorro que los trabajadores están obligados a realizar. Este ahorro tiene los siguientes fines: adquisición y remodelación de vivienda, educación y un seguro para la época cesante. El aporte a las cesantías es un salario mensual por cada año de trabajo, o su proporción equivalente si el trabajador no completa un año laboral.

Al igual que en las pensiones voluntarias, en los fondos de cesantías el cotizante tiene la oportunidad de elegir entre varios portafolios de inversión, que se diferencian por el nivel de riesgo y rendimiento esperado.

Las pensiones y cesantías son obligatorias para todas las personas que se encuentran laborando. Su afiliación se debe realizar por medio del empleador al momento de firmar el contrato laboral.

Composición del sector de las pensiones y cesantías

En Colombia, la actividad de pensiones y cesantías está estructurada de la siguiente manera:

Superintendencia financiera: es el ente del gobierno que se encarga de la vigilancia y el control del sector financiero en Colombia. Con esto busca generar confianza a los inversionistas, permitiendo el más fácil acceso al mercado de capitales y mayores garantías para sus participantes.

Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías: son empresas privadas que se encargan de la administración del ahorro de los trabajadores. Estas tienen que generarles una rentabilidad mínima a los depositantes que garantice que su dinero no pierda valor a través del tiempo. En la actualidad, son seis las empresas privadas pertenecientes a este sector: Porvenir, Skandia, ING, Protección, Colfondos y Horizonte.

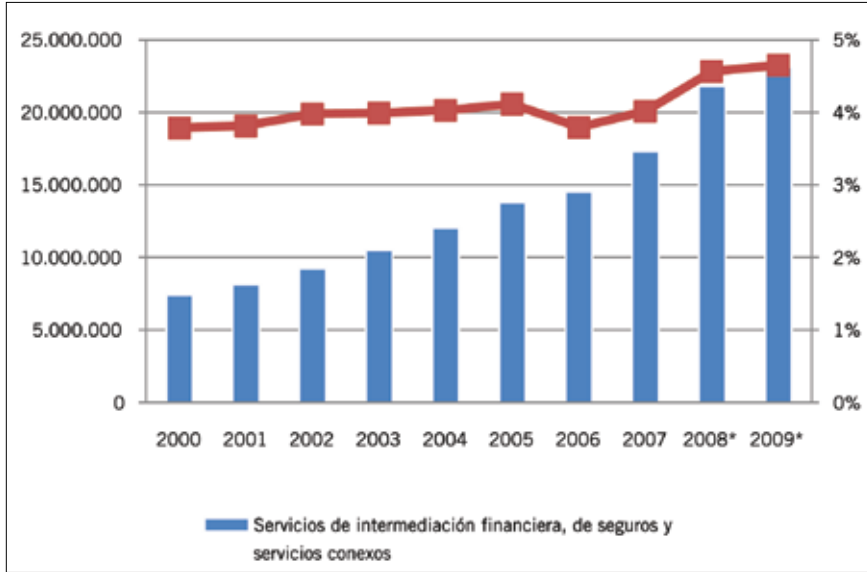
Empresas calificadoras de riesgo: son aquellas encargadas de calificar tanto activos financieros como a organizaciones que tienen una actividad financiera importante, con el fin de brindar información verídica a los inversionistas sobre los posibles riesgos en que puede incurrir la empresa en la cual cotizan.

Entorno macroeconómico

Los fondos administradores de pensiones y cesantías pertenecen al sector conocido como servicios de intermediación financiera, de seguros y servicios conexos, en donde también se encuentran las compañías de seguros generales, empresas de medicina prepagada, compañías de seguro de vida, entidades promotoras de salud (EPS), administradoras del régimen subsidiado (ARS), administradoras de riesgos profesionales (ARP), bolsa de valores, comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión, Fondo de garantías de instituciones financieras (Fogafin), casas de cambio, sociedades fiduciarias, establecimientos bancarios, sociedades de depósito no monetarias, otros intermediarios financieros y el Banco de la República. En esta rama de actividad económica, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías representan un 3,4% del total.

La medición de la producción del sector se hace a través de los Servicios de Intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).¹ La figura 1 permite visualizar lo ocurrido en el sector en cuanto a algunos de los servicios realizados.

Figura 1. Servicios de intermediación financiera, de seguros y servicios conexos



Fuente: DANE. PIB a precios constantes del 2000. Elaboración propia.

Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías son una gran fuente de empleo para el país, muestra de ello son en promedio los 5.600 empleos que demandan. La tabla 1 muestra una relación del número de empleados ocupados en las principales empresas del sector.

Tabla 1. Relación de empleados en el sector

Empresa	Número de empleados
Skandia ²	400
Protección ³	1.800
Horizonte ⁴	1.157
ING ⁵	701
Porvenir	n/d
Colfondos ⁶	1.331
Total	5.389

Fuente: elaboración propia con datos de las empresas.

-
- 2 Skandia, sitio web.
 - 3 Protección, sitio web.
 - 4 Horizonte, sitio web.
 - 5 ING, sitio web.
 - 6 Colfondos, sitio web.

En cuanto a la cadena operativa del sector, la figura 2 permite identificar qué actividades son realizadas en él, pudiendo evidenciar la existencia de tres grandes elementos.

Figura 2. Cadena operativa



Fuente: elaboración propia.

Análisis de turbulencia del sector

En esta sección se lleva a cabo un análisis de la turbulencia del sector de pensiones y cesantías en Colombia; se pretende identificar si existen elementos que permitan establecer si existe o no dicho fenómeno, y la manera como las empresas lo han enfrentado. Para ello es necesario hacer una breve descripción del concepto de turbulencia y luego el análisis de los cambios más evidentes ocurridos en los últimos años en el sector; situación que permite hacer una caracterización del sector en términos de su dinamismo, incertidumbre y complejidad.

El concepto de turbulencia

Los pioneros en los estudios de turbulencia de negocios fueron Emery y Trist (1965), quienes al estudiar el entorno propusieron cuatro tipos diferentes de este, siendo el entorno turbulento aquel en el que se presenta dinamismo e incertidumbre. Para ellos, turbulencia es la inestabilidad o tasa de cambio subyacente en el ambiente de las organizaciones; es una situación donde los recursos y restricciones cambian constantemente, obligando así a las empresas a reaccionar. Años después, Terreberry (1968) indicó que la turbulencia del entorno se caracteriza por una tasa acelerada y compleja de las interacciones que presenta la empresa, y de esta manera excede la capacidad para predecir y controlar las consecuencias de sus acciones.

Con posterioridad a los trabajos anteriores, las definiciones incorporan las causas del fenómeno. Para Galbraith (1973), la turbulencia se origina por el crecimiento económico, por avances científicos y por sistemas de comunicaciones modernos. Para Khandwalla (1976-1977), la turbulencia se caracteriza por los cambios rápidos e imprevisibles en muchos aspectos del entorno. Pero fue Ansoff (1979) quien popularizó la noción de turbulencia al manifestar que es la razón de ser del *management*, y que estaba en el líder gestionar las sorpresas y las discontinuidades propias de esta condición. Aunque esta reflexión teórica sirvió de plataforma para popularizar el concepto, estaba más enfocada al análisis de las responsabilidades del líder que al estudio del fenómeno como tal. En el mismo año, Aldrich (1979) propuso la turbulencia como una dimensión del entorno al definirla como el grado de interconexión entre los elementos que lo conforman.

Ya en los años ochenta surgen nuevas definiciones, la mayoría de ellas se basan en las ideas ya expresadas en los años sesenta y setenta del siglo pasado. Para Trist (1980), las organizaciones que se encuentran en un entorno turbulento actúan de manera independiente en diversas direcciones y generan consecuencias negativas en el entorno que comparten. Por su parte, Dess y Beard (1984), y Bourgeois y Eisenhardt (1988) manifestaron que un entorno turbulento presenta un alto grado de cambios esporádicos generadores de incertidumbre y dificultad en la predicción. Cameron, Kim y Whetten (1987) establecieron que un entorno turbulento es aquel donde los cambios son significativos, rápidos y discontinuos.

Posteriormente a estos autores, han aparecido nuevas aproximaciones al concepto y se ha llegado a la conclusión de que la turbulencia es un fenómeno que se genera por varios eventos que confluyen de modo simultáneo e impredecible y que afectan el desarrollo normal de las actividades del sector. Este fenómeno tiene tres elementos, que son el dinamismo, la incertidumbre y la complejidad. La tabla 2 incluye algunas características de cada dimensión que permiten hacer una comparación del estado del sector estudiado en términos de turbulencia.

Tabla 2. Características de las dimensiones de turbulencia

Definición de la dimensión	Características de la dimensión
<p>Complejidad Grado en que los factores del entorno (en número y heterogeneidad) afectan a la industria.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Existe un gran número de actores y componentes en el entorno. • Los factores existentes (tecnológicos, económicos, políticos, sociales, culturales) son heterogéneos. • El entorno externo de las empresas es difícil de comprender. • Las empresas se encuentran asociadas con muchas otras para la producción y distribución de sus productos. • Es difícil identificar el origen de los cambios en el entorno. • Los conocimientos técnicos de las empresas no pueden ser formalizados. • Las firmas requieren materias primas de diferentes proveedores para desarrollar su actividad. • Nuevos productos han sido desarrollados como consecuencia de los avances tecnológicos. • Los resultados financieros están concentrados en pocas empresas.
<p>Incertidumbre Falta de información sobre los factores del entorno, lo que hace imposible predecir el impacto de las decisiones en la industria.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • No se cuenta siempre con la información completa para tomar una decisión. • Es difícil predecir el comportamiento del entorno. • Es difícil predecir el resultado de las acciones de los actores del entorno. • Las empresas trabajan para encontrar la mejor respuesta a los cambios en el entorno. • Las empresas se confunden a menudo en las expectativas sobre los jugadores del entorno. • Es difícil pronosticar los cambios tecnológicos del sector en los próximos dos o tres años.
<p>Dinamismo Grado de cambio o de variación de los factores del entorno.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Surgen a menudo nuevos competidores en el sector. • El ciclo de vida de los productos o servicios de las empresas es corto. • Los conocimientos necesarios para el funcionamiento de la empresa cambian a menudo. • La demanda presenta fluctuaciones permanentes. • Las empresas cambian con frecuencia sus prácticas de marketing. • Las acciones de los competidores son impredecibles. • La demanda y los gustos son impredecibles. • Los modos de producción y de servicio cambian frecuentemente. • Hay inestabilidad en los ingresos. • Hay inestabilidad en la mano de obra. • Hay inestabilidad en el valor agregado. • Hay inestabilidad en el margen precio-costo. • Los cambios en el entorno ocurren en intervalos cortos. • La tecnología en el sector se transforma rápidamente. • Los cambios tecnológicos generan grandes oportunidades en el sector. • La competencia con precios y promociones constituye un sello del sector. • Cualquier acción de los competidores es igualada rápidamente.

Fuente: Rivera (2010).

Principales cambios presentados en el sector

El sector de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías se encuentra inmerso en un entorno caracterizado por la alta turbulencia generada por el dinamismo, la incertidumbre y la complejidad, dimensiones que más adelante se analizarán con mayor detenimiento para el sector en estudio.

Las discontinuidades tecnológicas, normativas, sociodemográficas, económicas y de globalización inciden de manera directa o indirecta en las dimensiones mencionadas anteriormente, y, por ende, afectan al sector analizado en este documento. A continuación, se describirán dichas discontinuidades y su influencia en el sector.

Cambios regulatorios

En cuanto a la normatividad, existe gran cantidad de leyes y decretos que han afectado al sector de pensiones y cesantías. En esta publicación, se señalarán algunas de dichas leyes y decretos que han tenido una incidencia directa sobre el sector.

- Ley 50 de 1990:⁷ con esta ley se introdujeron reformas al Código Sustantivo de Trabajo y se creó el nuevo régimen especial de cesantías, para lo cual se autoriza la creación de los fondos de cesantías. Estos fondos tienen como fin garantizar una pluralidad de alternativas institucionales para los trabajadores en todo el territorio nacional, además de asegurar que la mayor parte de los recursos pueda orientarse hacia el financiamiento de actividades productivas autorizadas por ley.
- Ley 100 de 1993:⁸ con ella se establece el sistema de seguridad social integral (del que forma parte el Sistema General de Pensiones), el Sistema General de Seguridad Social en Salud y el Sistema General de Riesgos Profesionales y otros Servicios Sociales Complementarios. Con la creación del Sistema General de Pensiones, se autoriza la conformación de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), cuya función será la administración de los fondos de pensiones de Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad.
- Ley 797 del 2003:⁹ en la cual se reforman algunas disposiciones del Sistema General de Pensiones previsto en la Ley 100 de 1993 y se adoptan disposiciones sobre los regímenes pensionales exceptuados y especiales.

7 Ley 50 de 1990 (diciembre 28).

8 Ley 100 de 1993 (diciembre 23).

9 Ley 797 del 2003 (enero 29).

- Ley 860 del 2003:¹⁰ con la que se reformaron algunas disposiciones del Sistema General de Pensiones y Cesantías previsto en la Ley 100 de 1993.
- Decreto 3798 del 2003:¹¹ por el cual se reglamenta parcialmente el artículo 17 de la Ley 549 de 1999,¹² se dictan medidas en relación con la emisión de bonos pensionales y se establecen mecanismos para la compensación de obligaciones entre entidades públicas por concepto de obligaciones pensionales.

Ley 1071 del 2006: “Por medio de la cual se adiciona y modifica la Ley 244 de 1995, se regula el pago de las cesantías definitivas o parciales a los servidores públicos, se establecen sanciones y se fijan términos para su cancelación”.¹³

Cambios sociales y demográficos

Una de las discontinuidades sociodemográficas que han afectado al sector de las administradoras de pensiones y cesantías ha sido el aumento de la esperanza de vida y edad máxima esperada en Colombia. Esto debido a que, el aumento de la esperanza de vida de la población mantiene constante la edad de jubilación, lo que lleva a que las personas tengan que incrementar los recursos cotizados a las AFP para asegurar una pensión similar a la anterior. La respuesta del gobierno frente a esta situación es extender la edad de jubilación, con el objetivo de suavizar el efecto que tiene el aumento en la esperanza de vida sobre la base de cotización.

Cambios tecnológicos

En los últimos diez años, los avances tecnológicos han tenido gran influencia en toda la economía colombiana incluyendo el sector financiero. Ello se evidencia con la implementación de sofisticados *softwares* en las sociedades administradoras de pensiones y cesantías, lo que les permite tener información veraz y oportuna para el control de inversiones y la toma de decisiones. Además, estas empresas poseen sistemas de información y he-

10 Ley 860 del 2003 (diciembre 23).

11 Decreto 3798 del 2003 (diciembre 26).

12 Ley 549 de 1999 (diciembre 30).

13 Ley 1071 del 2006 (julio 31).

rramientas que son de gran utilidad para la administración de riesgos, para establecer escenarios futuros, para diseñar simulaciones de las operaciones y para hacer la valoración de sus portafolios.¹⁴

Otros de los factores tecnológicos que han causado dinamismo para el sector han sido la implementación del Sistema de Liquidación y Pago de Aportes a la Seguridad Social y Parafiscales a través de la planilla integrada.

Cambios por la globalización

Debido a la apertura económica implementada en Colombia desde la década de los noventa, las relaciones con el resto del mundo se han ampliado en todos los sectores, incluyendo el mercado de capitales. Este hecho conlleva a que la dinámica mundial haya afectado las rentabilidades esperadas por las sociedades administradoras de pensiones y cesantías.

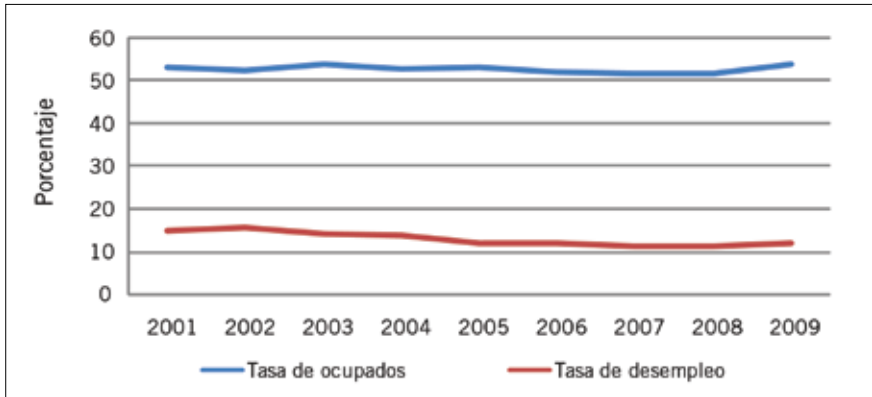
Cambios económicos

La primera variable por estudiar es la tasa de desempleo y de ocupación, y su evolución durante los últimos diez años. Como se puede observar en la figura 3, el desempleo a partir del año 2002 ha tenido una tendencia decreciente. A su vez, la tasa de ocupación no presentó una tendencia clara hasta el 2007, pero, a partir de allí, tuvo una tendencia alcista.¹⁵ Esto implica que, al haber más personas económicamente activas trabajando formalmente, aumenta el capital administrado por los fondos de pensiones y cesantías. Las figuras 3 y 4 permiten observar la variación en el empleo en Colombia y en el valor de los fondos de pensiones.

14 Fitch Ratings, Citi Colfondos S.A.

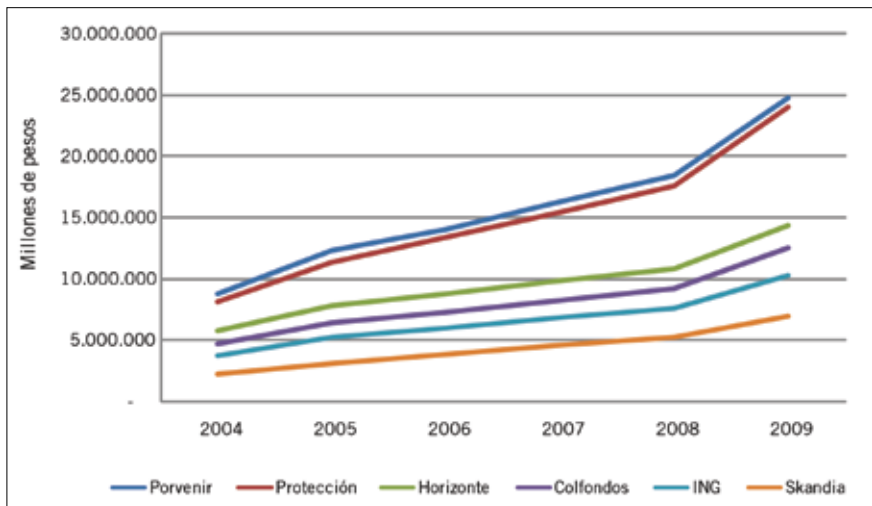
15 Los datos disponibles hasta septiembre del 2010 muestran un aumento del 3,12% de la tasa de ocupación con respecto a la del año anterior.

Figura 3. Comportamiento del empleo en Colombia



Fuente: Ministerio de la Protección Social. Elaboración propia.

Figura 4. Variación en el valor de los fondos de pensiones



Fuente: Superintendencia Financiera. Elaboración propia.

Dada la normatividad establecida por la Superintendencia Financiera, los fondos de pensiones obligatorias tienen que destinar la mayor parte de sus portafolios de inversión a renta fija,¹⁶ mientras que los portafolios de los

¹⁶ Esto con el fin de garantizar la rentabilidad mínima establecida por ley, puesto que los activos financieros de renta fija tienen poco riesgo.

fondos de cesantías tienen una mayor flexibilidad y, por lo tanto, invierten más en renta variable con el objetivo de obtener una mayor rentabilidad.

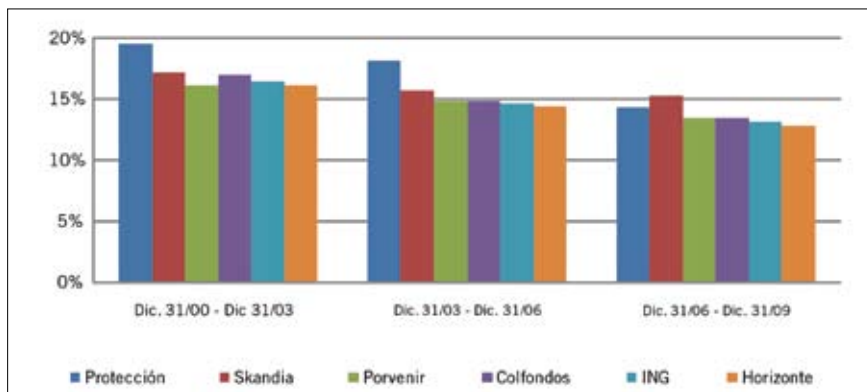
La política monetaria de la última década se ha basado en la disminución de tasas de intervención, lo que repercutió directamente sobre la rentabilidad de bonos de renta fija del gobierno y, por ende, sobre los rendimientos obtenidos de los fondos de pensiones obligatorias durante los últimos años, como se evidencia en la figura 4. Algo similar ocurrió sobre los portafolios de los fondos de cesantías, pero, a diferencia del caso anterior, la disminución de la rentabilidad de dichos portafolios se debió a la crisis económica mundial del 2008. La tabla 3 y las figuras 5 y 6 permiten observar la variación en la tasa de interés y la rentabilidad acumulada de los fondos.

Tabla 3. Tasas de intervención en el mercado

	Mínima	Máxima
2006	6,50	8,81
2007	8,72	9,72
2008	9,81	10,81
2009	5,73	6,73
2010	3,16	4,16
2011*	3,00	4,00

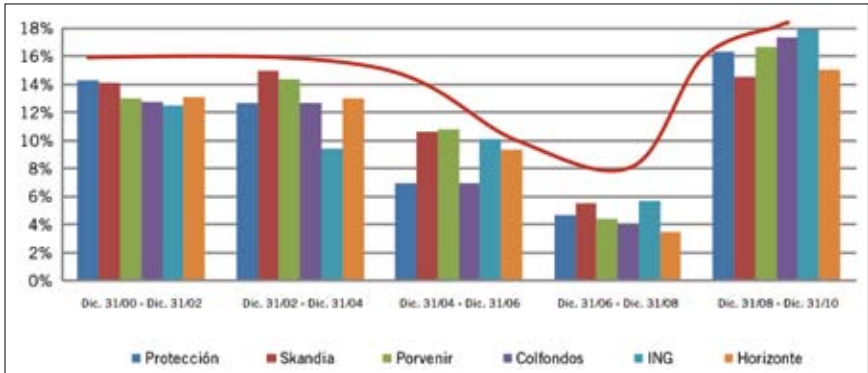
Fuente: Banco de la República. Elaboración propia.

Figura 5. Rentabilidad acumulada de los fondos de pensiones



Fuente: Superintendencia Financiera. Elaboración propia.

Figura 6. Rentabilidad acumulada de los fondos de cesantías



Fuente: Superintendencia Financiera. Elaboración propia.

A continuación, se mostrará una línea del tiempo en la cual se incluyen los factores que más han causado dinamismo en el sector estudiado en la última década.

Figura 7. Evolución del sector



Fuente: elaboración propia.

En seguida, se expondrán las dimensiones de la turbulencia en el sector estudiado y se concluirá cuál es la que más la afecta.

Dinamismo

En primer lugar, la tecnología juega un papel importante en esta dimensión debido a que constantemente se están generando cambios tecnológicos que afectan directa o indirectamente a las entidades del sector. Dichos cambios

perturban a los fondos puesto que las innovaciones tecnológicas crean mejoras en los procesos y los hacen más eficientes, produciendo ventajas competitivas para estas entidades. Una perturbación menos clara se evidencia en la medida en que las nuevas tecnologías traen cambios a las empresas en las cuales los fondos tienen invertidos sus portafolios.

Las discontinuidades económicas, al igual que las tecnológicas, aportan al dinamismo del sector. Situaciones como la disminución del desempleo, el aumento de la tasa de ocupación y la reducción de las tasas de intervención que fija el Banco de la República inciden de forma particular en las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. Tales transformaciones económicas tienen lugar en cortos períodos de tiempo.

El Sistema General de Pensiones y Cesantías está fuertemente regulado tanto por el Gobierno Nacional como por la Superintendencia Financiera. El establecimiento constante de nuevas leyes y modificaciones a las antiguas se hacen con el fin de brindar mayores garantías a los trabajadores que cotizan. Por otra parte, la Superintendencia Financiera modifica trimestralmente los márgenes mínimos de rentabilidad que deben generar estos fondos debido a los cambios estructurales del país. Todo esto conlleva a que el mercado en el cual se encuentra inmerso el sector de las pensiones y cesantías sufra constantes variaciones.

Incertidumbre

Los activos financieros se comportan como variables aleatorias que no siguen un patrón definido, lo que hace que sea imposible predecir el precio futuro de los activos y que, por lo tanto, se genere incertidumbre. Por ello, los inversionistas de los fondos de pensiones y cesantías crean posibles escenarios asignando probabilidades subjetivas sobre expectativas del mercado, lo cual no les garantiza una rentabilidad segura, sino una rentabilidad que esperan obtener y que depende del mercado.

Al igual que los activos financieros, las variables macroeconómicas se intentan predecir con herramientas de medición económica, generalmente con econometría, ya que no se sabe qué va a ocurrir con estas variables en el corto y largo plazo. Estas estimaciones dependen de series históricas de datos con las cuales se hacen las proyecciones, pero la evidencia pasada no necesariamente es verídica para los pronósticos futuros.

Complejidad

En la actualidad, debido a la globalización y el desarrollo del mercado financiero, los fondos de pensiones y cesantías se tienen que enfrentar no solo a una gran cantidad de opciones de inversión, sino también a un macroentorno cambiante. Allí intervienen muchos agentes que hacen que la toma de decisiones se torne compleja.

Un ejemplo claro de ello es la unión de las bolsas de valores de Colombia, Chile y Perú en el 2010. Este nuevo mercado crea nuevas oportunidades de inversión, lo cual hace que la tarea de reducir el riesgo y maximizar los retornos sea más compleja, en la medida en que los fondos tienen que controlar muchas más variables que afectan el comportamiento de estos activos y, por ende, sus rendimientos.

Una vez discutidas las dimensiones de la turbulencia, se puede concluir que la que más afecta a los fondos de pensiones y cesantías es la incertidumbre, pues su “productividad” depende de variables aleatorias que siempre están expuestas a un entorno incierto.

Como pudo identificarse en el análisis previo, el sector de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías se ha visto afectado por las discontinuidades que la turbulencia ha generado en su entorno, caracterizado por el dinamismo, la incertidumbre y la complejidad.

Por otro lado, es importante mencionar qué factores internos y externos pueden intervenir dentro de las dimensiones de la turbulencia citadas anteriormente. Entre las discontinuidades que podemos encontrar en este sector, se destacan las siguientes: normativas, tecnológicas, económicas, sociodemográficas y de globalización. Es sustancial señalar que, de acuerdo con el estudio de cada empresa y los efectos que la turbulencia crea en ella, esta tendrá la opción de realizar ajustes estratégicos dentro de ella para superar estas discontinuidades.

Para comenzar, mostraremos la forma en que estas discontinuidades pueden llegar a afectar al sector de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías; en seguida, expondremos algunos ajustes estratégicos que las empresas pueden tomar y, para terminar, veremos cómo las cuatro entidades seleccionadas pertenecientes a este sector han realizado algunos de esos ajustes estratégicos para sobrellevar la turbulencia. En este caso,

las compañías tomadas para el análisis serán Porvenir S.A., Horizonte, Protección y Skandia.

Estar en un entorno que presenta cambios rápidos y discontinuos ha obligado a las empresas de pensiones y cesantías a generar transformaciones estratégicas que les permitan sobrevivir en el mercado. Dentro del dinamismo es fundamental mencionar la tecnología, pues existen algunos cambios que pueden llegar a producir ventajas competitivas para algunas entidades del sector; una optimización en eficiencia y procesos por mejor calidad o servicio puede afectar directa o indirectamente a alguna de las empresas que pertenecen a este sector.

Los cambios económicos también aportan al dinamismo del sector. Muchas modificaciones en las leyes y el establecimiento de nuevas se han creado para que los cotizantes reciban mayores ganancias. Por otro lado, es esencial resaltar que este sector es actor de reformas constantes; un ejemplo de esto es el hecho de que la Superintendencia Financiera modifica trimestralmente los márgenes mínimos de rentabilidad que deben generar tales fondos, todo debido a los cambios estructurales del país.

La dimensión de turbulencia que más afecta al sector de pensiones y cesantías es la incertidumbre, pues se encuentra siempre en un entorno incierto; razón de ello son los activos financieros que no siguen un patrón definido. A su vez, la complejidad, acompañada de la globalización, hace que este sector se enfrente a un macroentorno cambiante donde la toma de decisiones de la empresa se torna aún más compleja.

Ajustes estratégicos por turbulencia

Después de entender cuáles con las discontinuidades que amenazan al sector dentro del cual se desenvuelven las empresas, es crucial comprender cuáles son los posibles ajustes que estas empresas pueden tomar para enfrentar la turbulencia.

Haciendo una revisión del escrito realizado por Rivera (2010), vemos diferentes alternativas para poder enfrentar este fenómeno. Cabe anotar que, “para Makridakis (1979), enfrentar la turbulencia es prácticamente imposible, teniendo en cuenta la dificultad en pronosticar las discontinui-

dades que se presentan en el entorno. Sin embargo, para algunos autores sí es posible hacerlo”.¹⁷

Algunos autores citados por Rivera (2010) en su escrito, como Burns y Stalker, Lawrence y Lorsch, Thompson, Terreberry, Child, Ducan, Khandwalla y Jurkovich, nos dan un primer enfoque, en el que recomiendan analizar la interacción entre la organización y el ambiente, cuya idea es hacer algunos cambios para lograr un balance entre el recurso humano, la estructura organizacional, el liderazgo y la cultura corporativa; su fin es el de generar y balancear el equilibrio entre una organización mecánica y una sistemática.

Por otro lado, otros autores proponen el comportamiento ético, que se puede basar en la tolerancia, buscando de la misma forma tener relaciones con otras empresas.

“Las matrices organizacionales son otra propuesta que puede servir para la adaptación en los entornos turbulentos. (...) son organizaciones interconectadas que pueden maximizar la cooperación, en donde ninguna organización puede realizar el rol de las demás”.¹⁸

Las actividades de emprendimiento son el segundo enfoque que Rivera cita en su documento; estas promoverán la creatividad y el desarrollo de ideas innovadoras, gracias a lo que la empresa podrá desarrollar nuevos productos que rompan con lo tradicional y común.

Otra perspectiva significativa para poder enfrentar la turbulencia es la de autores que apoyan la idea de modificar el proceso de planeación estratégico que la empresa ha venido efectuando. Allí la experimentación vale más que la formulación, y se puede lograr por medio de un proceso espontáneo de autoorganización y métodos de aprendizaje permanente. Lo que las empresas conseguirían con este enfoque sería ser más sensitivas y así crear sorpresas estratégicas.

Una cuarta visión que recomienda desarrollar habilidades de comunicación y enfocarse en resultados es la relacionada con el desarrollo de capacidades dinámicas que ayudarán a la empresa a enfrentar los factores que generan la turbulencia: “Alinear los valores de la organización, ser capaz de tomar decisiones sin información perfecta, desarrollar competencias

17 Rivera, H. (2010). Cambio estratégico y turbulencia. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Militar Nueva Granada*, XVIII(1), 87-117.

18 *Ibíd.*

emocionales, lograr la focalización y flexibilidad, y construir reservas y concentración de recursos (...)”.¹⁹

Dentro del enfoque mencionado anteriormente, nos permitimos citar la propuesta de D’Aveni, quien dice que la turbulencia obliga a las empresas a reaccionar de manera agresiva y rápida, viéndose obligadas a crear nuevas ventajas de forma rápida si no quieren perder su posición en el mercado.

Rigby, otro autor mencionado en el texto de Rivera (2010), recomienda primero que las empresas encuentren las fuentes de la turbulencia, que pueden ser microeconómicas, macroeconómicas, tecnológicas, competitivas o regulatorias. Después aconseja actuar rápidamente, sin que sea de forma exagerada; posteriormente, concentrarse en el servicio central o producto, definir planes de acción alternativos en las épocas de crecimiento y en las épocas de recesión económica, confiar en los planes de contingencia y no cambiar la estrategia.

Ahora veremos cómo algunas empresas han realizado ajustes a sus estrategias para enfrentar la turbulencia.

Porvenir S.A.

Con el objetivo de optimizar los procesos de inversión, operaciones y de servicio al cliente, Porvenir S.A. ha venido trabajando en el mejoramiento de su estructura organizacional. Actualmente, la compañía cuenta con un total de 2.018 empleados, de los cuales 1.075 pertenecen al área comercial, factor que ha favorecido la consolidación de la sociedad como la AFP más grande del mercado.²⁰ Uno de sus intereses es la generación de relaciones rentables a largo plazo con sus clientes, garantizando de esta forma un mayor posicionamiento de marca.

Durante el 2010, se llevaron a cabo algunas modificaciones en la estructura organizacional, generando una fortaleza en cuanto a la eficiencia administrativa y operativa de la empresa. (...) Entre las principales reformas, vale la pena mencionar el cambio en la Vicepresidencia de Inversiones, en la cual se amplió la estructura de apoyo con la creación de la Gerencia de Análisis de Inversiones de Renta Variable e Inversiones Alternativas. Así mismo, se centralizó el proceso de *back office* en la Vicepresidencia Administrativa y de Tecnología, mediante la creación de la Gerencia de

19 Ibid.

20 BRC Investor Services S.A., sitio web.

Operaciones Financieras, las Direcciones de Control Bancario Financiero y la Dirección de Cumplimiento Financiero y Pagos.²¹ Dado esto, y teniendo en cuenta la experiencia y calidad de sus directivos, puede decirse que su estructura organizacional es adecuada no solo para soportar el actual portafolio de productos manejados, sino también para el desarrollo de nuevos productos y/o mercados objetivos.

Adicionalmente, en el 2010, Porvenir S.A. lanzó su programa “Aprendiendo juntos por un mejor Porvenir”, mostrando su preocupación por la población colombiana para que esta entendiera los beneficios de la seguridad social y la importancia de ahorrar para el futuro. De esta forma, Porvenir se convirtió en la primera administradora de fondos de pensiones y cesantías en crear un programa de educación financiera. Utilizó igualmente diferentes medios de comunicación que permitieron a más de 4.500.000 colombianos conocer el programa.

El fin del programa fue la difusión de todo lo relacionado con el sistema pensional y de cesantías en Colombia. Para esto, usaron una imagen llamativa, con un lenguaje sencillo que hiciera el tema cercano y fácil de entender. Con esta estrategia, logró no solo llegar a los próximos en pensionarse, sino a los jóvenes que comienzan a tomar decisiones sobre su futuro personal.

Resultados del programa:²²

- Más de 1.420 empleadores capacitados.
- Más de 20.000 visitas al portal.
- Más de 23.500 personas capacitadas en empresas.
- Más de 1.000.000 de colombianos accedieron a información sobre el programa a través de los coleccionables.
- Más de 4.500.000 colombianos conocieron el programa a través de los medios de comunicación.
- Más de 3.000.000 millones de colombianos afiliados a Porvenir recibieron información.

Otro aspecto relevante dentro de las estrategias de la empresa es su imagen; es una compañía que en el 2010 logró recibir reconocimientos y certificaciones que respaldan su exitosa gestión, además de tener una marca de

21 *Ibid.*

22 Porvenir, sitio web.

amplio reconocimiento. Tal tipo de ajustes por parte de las entidades son fundamentales, pues incrementan la confianza de sus afiliados.

Entre los reconocimientos obtenidos por Porvenir, se destaca la Orden al Mérito Deportivo, categoría que fue entregada por el Comité Olímpico Colombiano, por el gran apoyo a jóvenes, al deporte y, sobre todo, al atletismo colombiano.

Se destaca también por la participación en la Media Maratón de Bogotá, que cuenta con más de 45.000 participantes; e igualmente por el apoyo a la ciclovía en Bogotá.

Del mismo modo Porvenir fue galardonada por la revista inglesa *World Finance*, otorgándole el premio a la Administradora de Pensiones del año 2010 en Colombia. Para poder ser merecedores de tal condecoración, se tuvo en cuenta la innovación, la calidad de los productos, el servicio al cliente, los proyectos de responsabilidad social y la buena administración de los recursos de los colombianos.

En cuanto a la infraestructura tecnológica, durante el 2010 continuaron efectuando “inversiones significativas enfocadas al fortalecimiento de su planta tecnológica, con el fin de atender de forma efectiva las exigencias actuales del mercado. (...) Servicio reflejado en una plataforma tecnológica flexible, robusta y ajustada a las proyecciones de crecimiento de la AFP en el corto y mediano plazo”.²³

A nivel organizacional, se implementaron diferentes sistemas para agilizar los procesos operativos de pagos, se adoptó un sistema de información gerencial y se integraron los canales con el CRM, se actualizaron las USP y la central de servicios, entre otros. Estos nuevos avances son muy importantes para la compañía, pues le ayudan a generar ventajas competitivas y ubican a la AFP como una de las sociedades mejor preparadas para atender los cambios de la reforma financiera.

Las transformaciones que ha sufrido la empresa y el afán por el desarrollo de diferentes proyectos les ha generado ahorros operacionales significativos y eficiencia en la gestión administrativa de los fondos.

BBVA Horizonte

23 BRC Investor Services S.A., sitio web.

Esta administradora se caracteriza principalmente por estar respaldada por uno de los más grandes grupos financieros de Europa, el BBVA. Además, cuenta con un respaldo patrimonial importante de grupo que le garantiza una fortaleza corporativa no solo a nivel nacional, sino internacional.

Un aspecto fundamental en su estrategia es contar con una moderna e importante infraestructura tecnológica que garantiza que la compañía realice eficientemente sus operaciones.

En el 2010, hizo algunos ajustes estratégicos en pro de las personas menos favorecidas. Por un lado, cuenta con un programa de becas de integración y morrales con útiles escolares.

El BBVA adicionalmente hace esfuerzos por crear vínculos con la Alcaldía de Bogotá y por apoyar campañas para las personas menos favorecidas; en educación respalda a diferentes departamentos de Colombia brindando kits escolares y becas, entre otros.

Alianzas como la que tiene con el Unicef hacen que Horizonte gane posicionamiento en la mente de las personas.

El BBVA desembolsó 383.414 millones de pesos al corte de abril del 2010, una cifra histórica en desembolsos de créditos para vivienda, que, comparada con los 224.650 millones de pesos del año anterior, significa un crecimiento del 70,7%, lo que refleja un notable incremento de familias beneficiadas en esos primeros meses del 2010.

El otorgamiento de crédito de vivienda ha sido la mayor prioridad en la banca de particulares de la entidad; es así como la cartera de vivienda se aproxima a los tres billones de pesos, que se traducen en más de cien mil familias con vivienda propia.

Tal cifra se ha logrado gracias a los planes de financiación y a un completo portafolio de productos y servicios asociados a las hipotecas, que han permitido al BBVA ofrecer a los clientes la cuota por millón más baja del mercado. Y hasta por quince años, y, lo más importante, estos beneficios son extensivos a los clientes próximos a desembolsar sus operaciones con o sin cobertura del Gobierno Nacional.²⁴

Skandia

Fundada en 1855, Skandia fue la primera compañía de seguros de vida sueca, que se convirtió en una empresa transnacional líder en la prestación de servicios.

Para esta empresa es muy importante su estructura organizacional, sus estándares de calidad y control. Por ello siempre se encuentra en constante aprendizaje, que le permite generar procesos de retroalimentación y generar los ajustes estratégicos necesarios. Estos se basan más que todo en generar controles de calidad, gestión de conocimiento y agilidad en los tiempos de respuesta.

La gestión del conocimiento en Skandia es concebida como un proceso que administra los aprendizajes de la compañía y a la vez facilita la generación de nuevo conocimiento a partir de experiencias propias y ajenas. Tal conocimiento es usado en el día a día para mejorar procesos, agilizar la resolución de problemas e incrementar la competitividad de Skandia. El proceso es llevado a cabo gracias a la alineación de las personas (cultura de gestión del conocimiento), la tecnología (herramientas de gestión del conocimiento) y los procesos organizacionales.²⁵

Por otro lado, su estructura organizacional bien definida cuenta con un excelente equipo de trabajadores experimentados y calificados para poder enfrentar las exigencias del mercado. Gracias a esto, la compañía podrá ser proactiva ante cambios rápidos en el entorno, pues, al contar con un personal capacitado, su reacción es rápida.

Un punto importante dentro del sector que logra diferenciar en mayor medida a Skandia de las otras es la imagen de alta calidad y buen servicio que presenta a su mercado, además de su buena gestión con la administración de portafolios y el respaldo internacional que le brinda el Grupo Skandia.

Teniendo en cuenta que las empresas de fondos de pensiones y cesantías pretenden dar una imagen que logre recordación en la mente de la gente, Skandia también ha hecho esfuerzos en campañas que buscan posicionar su marca. Razón por la que se ha unido a la Fundación Mentor en el 2010, donde hicieron posible que más de ciento treinta niños del país tuvieran acceso a la educación. Fue tan exitosa la experiencia que decidieron continuar en el 2011; su fin es generar a aquellos niños oportunidades de sentirse acompañados en su proceso educativo.

Muchas empresas tratan de captar clientes con campañas de ayuda a las personas que más lo necesitan. En este caso, por cada referido que se haga cliente de Skandia, promueven la educación de un niño durante un año.

25 Skandia, 2011.

Por otro lado, vemos que cada entidad busca generar ventajas competitivas que le permita sobresalir en el sector. En el 2011, “Skandia Holding de Colombia S.A. pone a su disposición un servicio exclusivo de crédito a corto plazo de libre inversión que permite acceder a liquidez sin afectar las inversiones en Multifund Skandia”.²⁶ Es un servicio en el que ofrece tasas competitivas con posibilidad de hacer abonos a capital sin penalizaciones.

Para Skandia, ha sido de gran valor el hecho de ser global; por una parte, en Colombia ha logrado ser reconocida por importantes grupos empresariales y organizaciones evaluadoras, como Great Place to Work Institute, por ser una de las mejores compañías en lo que a ambiente laboral se refiere, gracias a su propuesta de “empleabilidad” y crecimiento personal, que tiene como eje central el desarrollo de competencias y la gestión del conocimiento en la organización.

Además, es considerada líder organizacional, por ser un lugar donde se gestiona el conocimiento y en el que la capacidad de innovación de sus colaboradores es predominante.

Análisis AESE

Culminado el proceso de análisis de la turbulencia del sector, es necesario realizar un estudio estratégico que permita comprender mejor lo ocurrido en los últimos años. Para ello, se aplican las herramientas propuestas por Restrepo y Rivera (2008) en la metodología de análisis estructural de sectores estratégicos (AESE). Se procede a desarrollar el estudio de hacinamiento, levantamiento del panorama competitivo, análisis de las fuerzas de mercado y estudio de competidores.

Análisis de hacinamiento

El análisis de hacinamiento es una prueba estratégica que tiene como finalidad identificar la convergencia entre las empresas competidoras en una industria; para ello, se acude a un estudio de información financiera (hacinamiento cuantitativo) y de los factores clave de éxito de la industria (hacinamiento cualitativo).

Hacinamiento cuantitativo

Para la realización del análisis de hacinamiento cuantitativo para el sector estratégico de las administradoras de pensiones y cesantías, se decidió seleccionar el índice de solvencia como indicador de asimetría financiera. El indicador elegido puede definirse de la siguiente manera:

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activototal}}{\text{Pasivototal}}$$

La razón por la cual se decidió escoger este indicador para el análisis de hacinamiento cuantitativo es principalmente determinar la capacidad que tienen las administradoras de hacer frente a las deudas y compromisos adquiridos. Entre más alto sea este indicador, se puede decir que la administradora puede cumplir con sus obligaciones sin ningún estrés, lo que le da mayor respaldo y confianza a la empresa en el mercado, debido a que podrá cumplir con la rentabilidad mínima exigida para los portafolios de pensiones obligatorias que establece la Superintendencia Financiera, el pago de las pensiones y las cesantías, entre otras.

El indicador de solvencia fue recolectado para el periodo de tiempo comprendido entre el 2001 y 2010 para las seis empresas administradoras de fondos de pensiones y cesantías que vigila la Superintendencia Financiera (Protección, Porvenir, BBVA Horizonte, ING, Skandia y Colfondos). Los datos obtenidos del indicador seleccionado se presentan a continuación:

Tabla 4. Indicadores de solvencia en el sector 2001-2010

Empresa	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Protección	7,95	5,25	4,91	5,80	6,16	5,80	5,16	4,80	5,10	7,34
Porvenir	6,14	5,17	6,28	4,51	5,87	6,40	6,83	6,57	5,56	3,63
Horizonte	10,40	7,46	5,12	6,87	5,36	7,59	8,21	4,54	3,69	5,39
ING	6,44	9,21	8,89	10,25	5,94	8,83	7,15	7,81	6,81	7,19
Skandia	6,12	6,78	5,82	6,96	6,36	7,25	7,31	8,45	6,83	4,55
Colfondos	2,49	5,26	5,99	5,60	6,10	7,48	7,38	8,09	6,08	6,79

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia Financiera.

Al realizar los cálculos estadísticos (media, mediana y tercer cuartil) del indicador elegido para el presente trabajo, se encontraron los siguientes datos:

Tabla 5. Indicadores estadísticos en el sector 2001-2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Media	6,59	6,52	6,17	6,67	5,97	7,23	7,01	6,71	5,68	5,82
Mediana	6,29	6,02	5,91	6,34	6,02	7,37	7,23	7,19	5,82	6,09
Tercer cuartil	7,57	7,29	6,21	6,94	6,15	7,56	7,36	8,02	6,63	7,09

Fuente: elaboración propia.

Al culminar con el análisis de cálculos de los indicadores financieros y estadísticos, se finaliza la evaluación del hacinamiento cuantitativo con la ubicación de las empresas del sector estratégico por zonas de hacinamiento. Estas zonas se clasifican así:

Desempeño superior (zona 1): empresas cuyo indicador se encuentre por encima del tercer cuartil.

Desempeño medio (zona 2): empresas cuyo indicador se encuentre entre los dos indicadores estadísticos más altos; en este caso, entre la mediana y el tercer cuartil.

Morbilidad (zona 3): empresas ubicadas entre la mediana y la media.

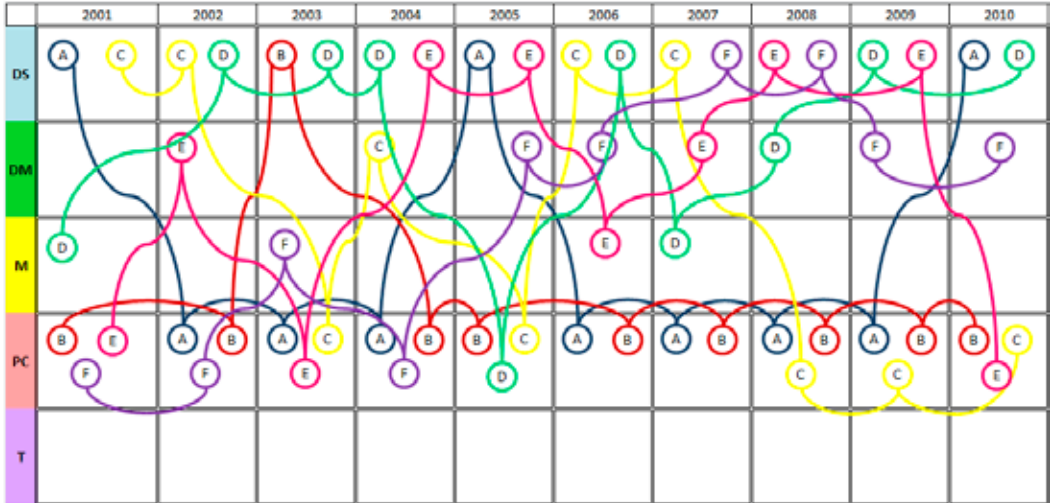
Perdurabilidad comprometida (zona 4): empresas ubicadas por encima de cero en el indicador y por debajo de la media y la mediana.

Tanático (zona 5): empresas con resultados negativos en el indicador seleccionado.

La tabla 6 permite identificar esta ubicación de las empresas.

Para este caso, el estado tanático se encuentra cuando el índice de solvencia es menor o igual a uno, debido a que el índice nunca toma valores negativos. En el caso particular en el que el indicador es menor a uno, quiere decir que los pasivos que contrae la empresa son mayores a los activos que esta posee, lo que genera una dificultad a las compañías de responder con las obligaciones que tiene con sus afiliados.

Tabla 6. Ubicación de las empresas en las zonas de desempeño en el sector 2001-2010 (Zonas de hacinamiento por empresa)

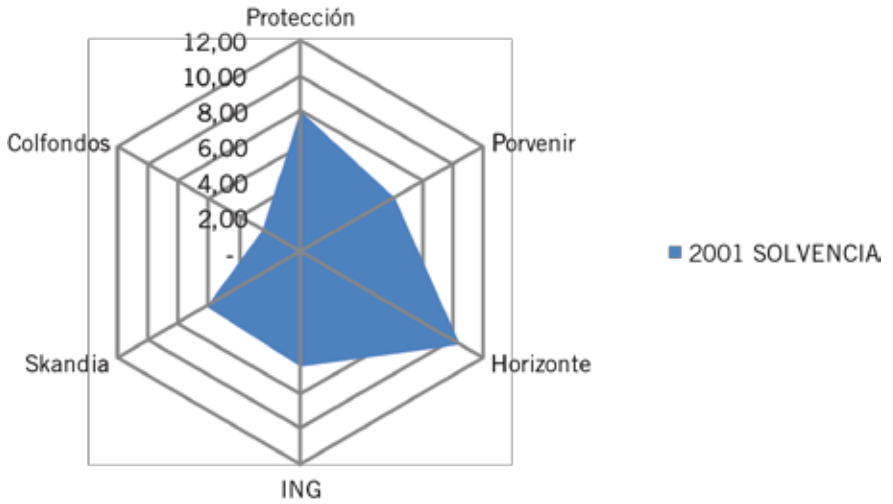


Fuente: elaboración propia

Como complemento a la identificación de las zonas de desempeño en el sector, se incluyen las figuras radiales del indicador seleccionado, buscando identificar los niveles de convergencia financiera del área.

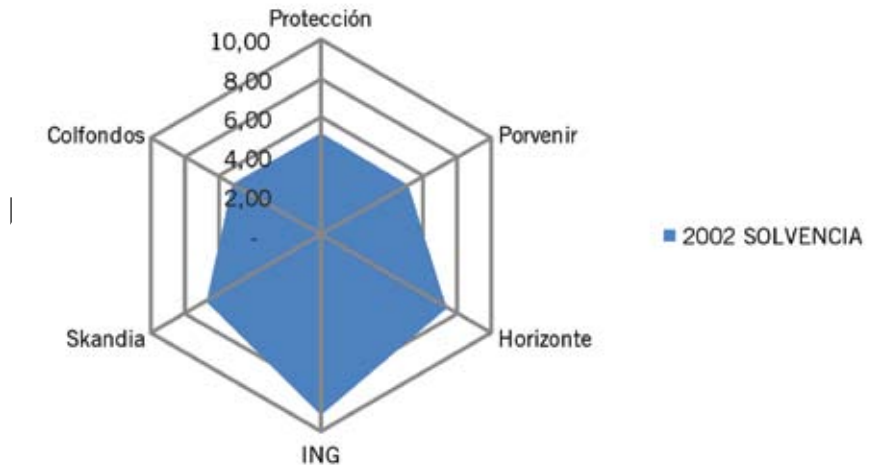
A continuación, se exponen las figuras radiales del índice de solvencia de todas las empresas para los diez años analizados en el presente documento; posteriormente, aparece la figura lineal que muestra el comportamiento de los indicadores estadísticos en el período de tiempo en estudio.

Figura 8. Indicador de solvencia financiera 2001



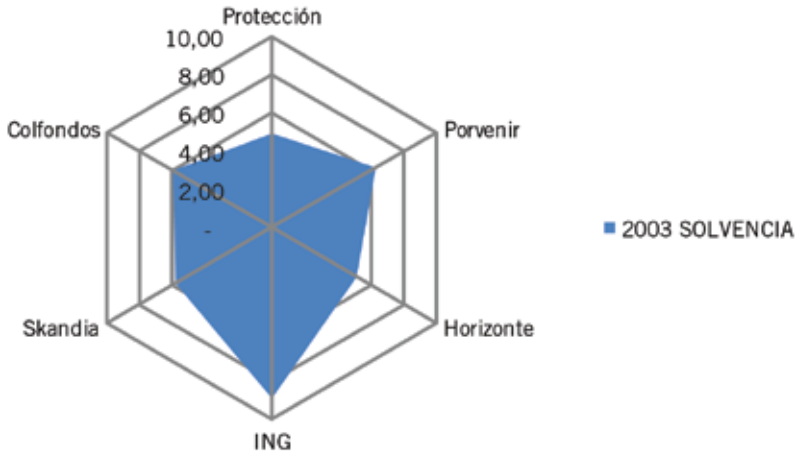
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 9. Indicador de solvencia financiera 2002



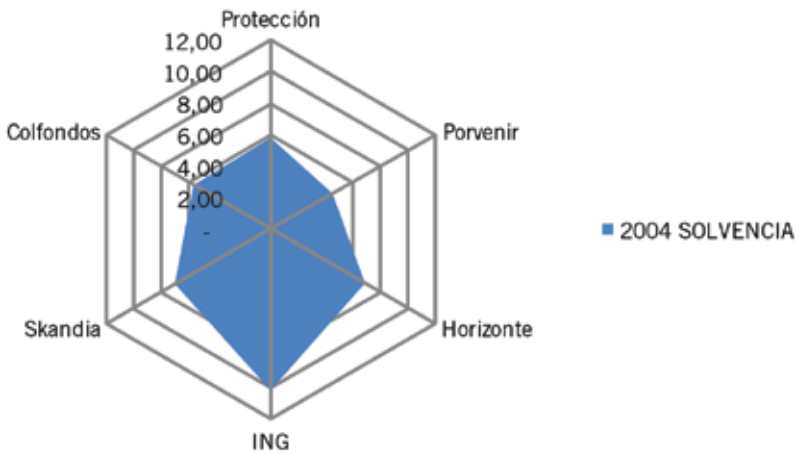
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 10. Indicador de solvencia financiera 2003



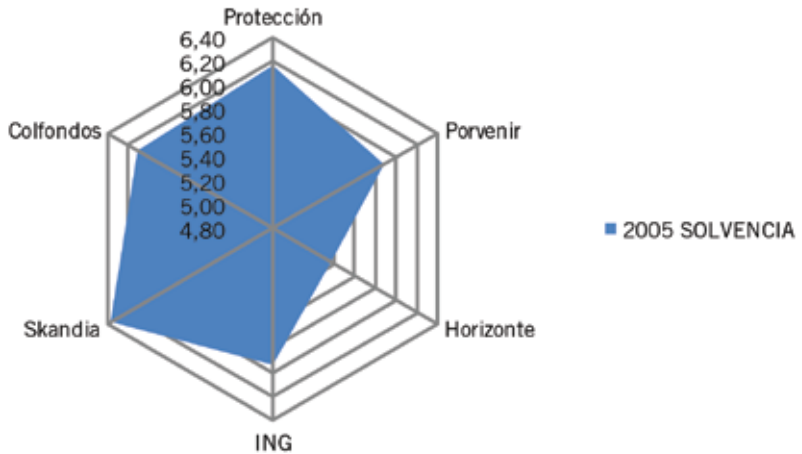
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 11. Indicador de solvencia financiera 2004



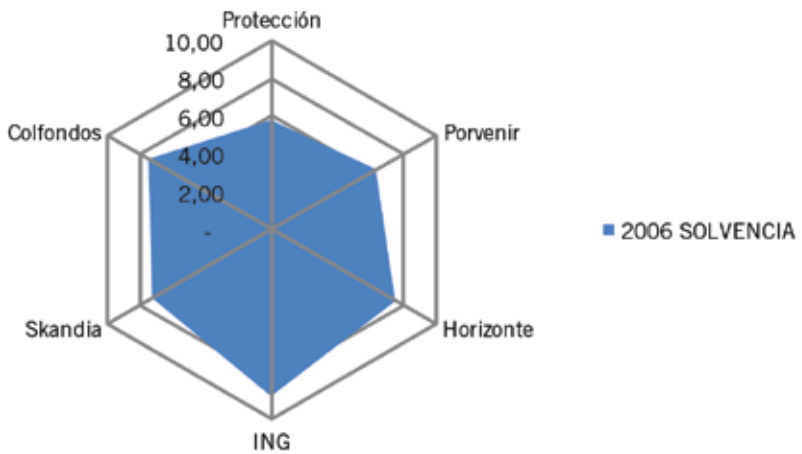
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 12. Indicador de solvencia financiera 2005



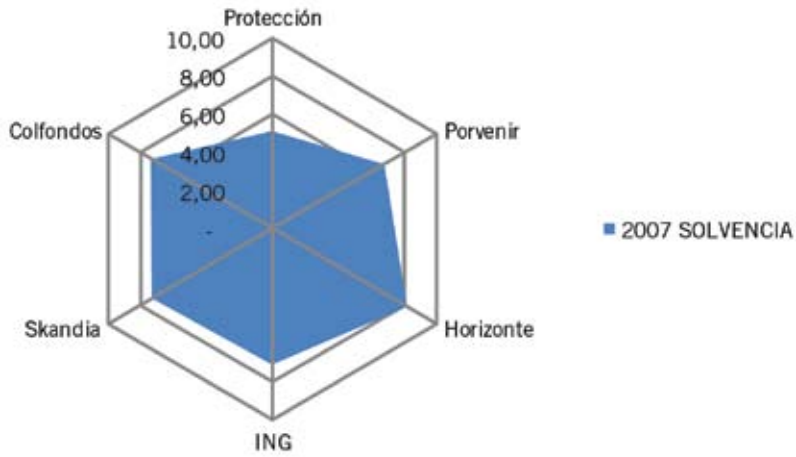
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 13. Indicador de solvencia financiera 2006



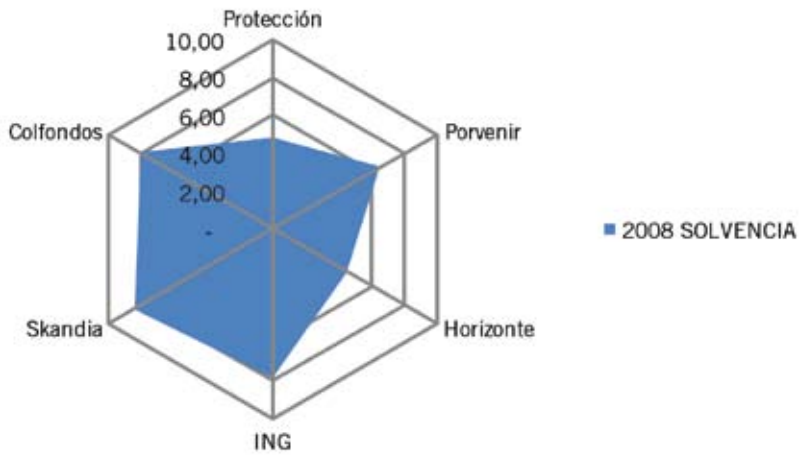
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 14. Indicador de solvencia financiera 2007



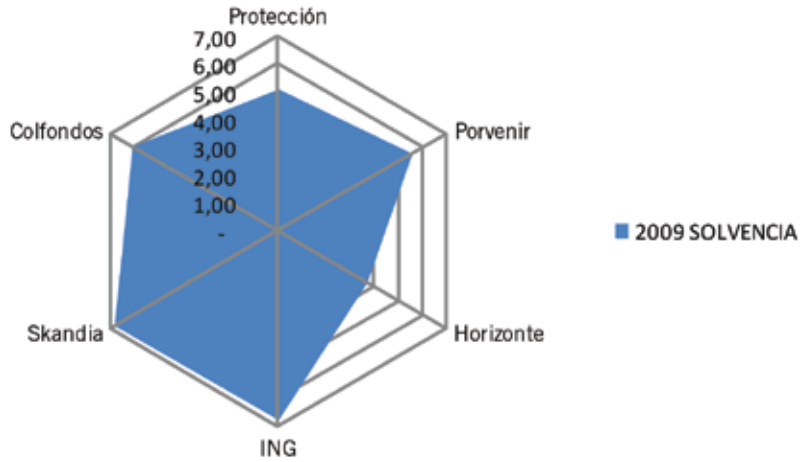
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 15. Indicador de solvencia financiera 2008



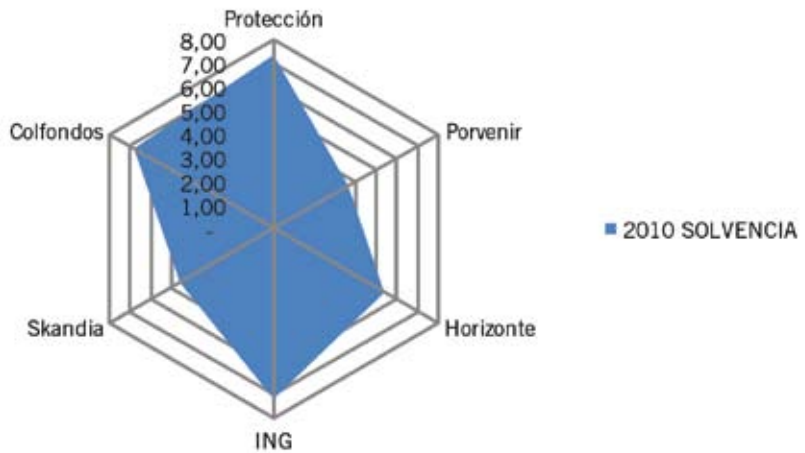
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 16. Indicador de solvencia financiera 2009



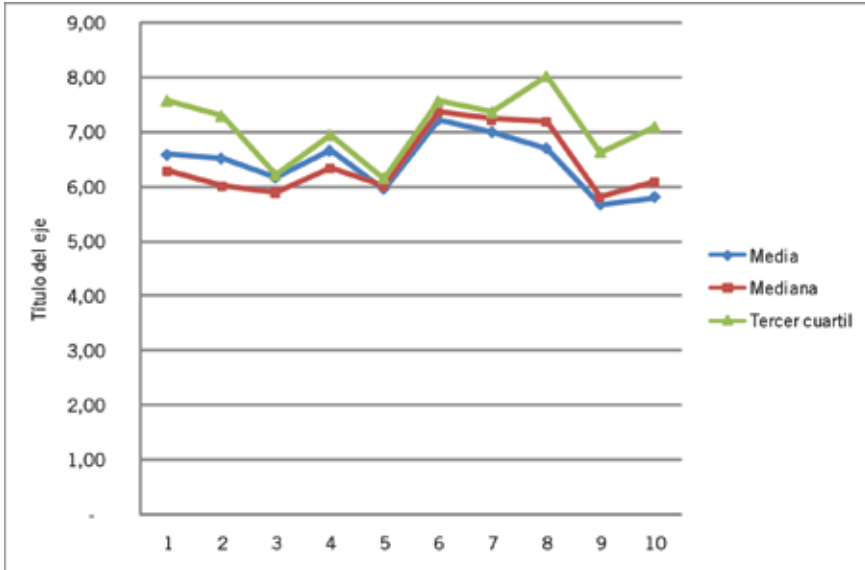
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 17. Indicador de solvencia financiera 2010



Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Figura 18. Evolución de los indicadores estadísticos



Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Sociedades.

Como puede observarse en las figuras anteriores, en el sector de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías existe una asimetría financiera según el indicador seleccionado para el análisis de hacinamiento cuantitativo. Ello debido: en primer lugar, a que durante los años de estudio, hubo dos empresas diferentes que se ubicaron en la zona de desempeño superior, según las figuras radiales y la tabla de ubicación de zonas de hacinamiento. Por ejemplo, para el 2001, las empresas que se situaron en esta zona fueron Protección y Horizonte; para el 2002, ING y Horizonte; para el 2003, Porvenir e ING.

En segundo lugar, en la zona 4 o de perdurabilidad comprometida, se encuentra el 50% de las empresas que conforman el sector estratégico en estudio para ocho de los diez años revisados, lo que es un síntoma de hacinamiento, debido a que estas compañías alcanzan a estar por encima del promedio o de la mediana del sector.

En tercer lugar, son pocas las empresas que se ubican en la zona de desempeño medio y en la zona de morbilidad para el período de estudio, y hay casos en los cuales ninguna lo hace.

Los resultados obtenidos nos indican que, para los primeros cuatro años de estudio, la media está por encima de la mediana, lo que quiere decir que las empresas que se encuentran en la zona 3 están en una situación de morbilidad alta; para los siguientes seis años, la mediana se ubica por encima de la media, lo que hace que la situación en la zona 3 cambie de morbilidad alta a morbilidad baja.

La mejor empresa, según el indicador financiero seleccionado, es ING, ya que es la que se ha situado más años en la zona 1 o de desempeño superior, en los años 2002, 2003, 2004, 2006, 2009 y 2010. Además, en el 2008, se ubicó en la zona de desempeño medio, y, durante dos años, en la zona de morbilidad; sin embargo, en el 2005 no alcanzó ni a superar la media.

Skandia es otra de las compañías que se caracteriza por su buen desempeño, según el indicador de asimetría financiera para el período de tiempo de estudio; en cambio, Porvenir es la que menor calificación tiene, según el índice de solvencia para los años 2001 al 2010.

En conclusión, se puede afirmar que el sector de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías se encuentra hacinado debido a que son pocas las empresas que se ubican en la zona de desempeño superior, y a que cerca del 50% se sitúa en la zona de perdurabilidad comprometida.

Análisis de hacinamiento cualitativo

El análisis de hacinamiento cualitativo es una prueba en donde se comparan categorías clave en el desempeño del sector, con la finalidad de identificar cuáles empresas están realizando actividades diferentes. En el documento publicado por Restrepo y Rivera (2008), se hace una explicación del paso a paso para efectuar la prueba. Lo importante es revisar los puntajes obtenidos por las compañías estudiadas: una menor puntuación implica que la empresa posiblemente realiza actividades de innovación; una mayor calificación es un posible indicio de imitación.

Tabla 7. Análisis de hacinamiento cualitativo del sector

Variable			Empresas					
Tipo	Peso	Necesidades	PO	PRO	HOR	ING	SKA	CO
Precio	30,0%	Diversificado	3	2	3	1	2	3
		Duración	2	3	3	3	2	3
		Sumatoria	5	5	6	4	4	6
		Calificación	1,5	1,5	1,8	1,2	1,2	1,8

Continúa

Variable			Empresas					
Producto	35%	Diversificación	3	3	3	1	1	3
		Ahorro	3	3	3	2	3	2
		Rentabilidad	3	3	2	3	1	2
		Sumatoria	9	9	8	6	5	7
		Calificación	3,15	3,15	2,8	2,1	1,75	2,45
Plaza	20%	Cobertura nacional	3	3	3	3	2	3
		Respaldo internacional	2	1	3	2	2	1
		Sumatoria	5	4	6	5	4	4
		Calificación	1	0,8	1,2	1	0,8	0,8
Promoción	15%	Vallas publicitarias	3	3	3	3	3	3
		Propagandas televisivas	2	1	2	1	1	1
		Cuñas publicitarias	2	3	3	2	3	3
		Sumatoria	8	7,8	9,2	7	7,8	7,8
		Calificación	1,20	1,17	1,38	1,05	1,17	1,17
Total			6,85	6,62	7,18	5,35	4,92	6,22

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla 7, el sector de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías se encuentra muy hacinado, principalmente porque algunas empresas imitan las buenas prácticas de aquellas con buenos rendimientos, lo que genera convergencia estratégica y erosión de la rentabilidad entre estas.

Los ítems en los cuales se presenta más imitación son en el producto y el precio. En cambio, en los que menos se desarrollan tales prácticas son en la plaza y la promoción. A su vez, la empresa que menos imita es Skandia, y sus excelentes resultados se deben básicamente a las estrategias diferenciadoras de las otras AFP. También se destaca ING, al ser la segunda compañía que menos imita. Por otro lado, entre las administradoras que más imitan están Horizonte, Protección y Porvenir.

La mayor participación de las 4 P del mercadeo fue para el producto, seguido del precio, la plaza y la promoción. La participación asignada al producto fue del 35%, seguida por el 30% del precio.

Levantamiento del panorama competitivo

Habiendo llevado a cabo el análisis de hacinamiento, se procede a levantar el panorama competitivo, una matriz “T” que permite identificar las actividades efectuadas por todas las empresas; logra evidenciar qué ofrecen; por qué los usuarios adquieren los servicios, y cuáles canales son los más utilizados. Adicionalmente, ayuda a ubicar zonas de mercado no explotadas. Para comenzar el panorama competitivo, es necesario establecer los vectores con los cuales se procederá a hacer el análisis respectivo; ellos son necesidades, canales y variedades.

Necesidades

Como se dijo anteriormente, la demanda por los servicios que prestan las AFP está prácticamente asegurada, pues por ley se debe garantizar que todos los trabajadores formales accedan a estos. Por esto, las necesidades que debe suplir el sector no son directas, sino indirectas, lo que hace referencia a que deben ser características de buen servicio y no del servicio como tal.

De este modo, se estableció la siguiente cuestión. Una vez cada demandante tuviera su servicio (obligatorio), ¿qué buscaría en una AFP? Así se determinaron las necesidades que son relevantes para este sector:

- Servicio: hace referencia a la manera en que las AFP efectúan sus operaciones y en como atienden a sus clientes.
- Acceso fácil a la información: es de vital relevancia que las compañías del sector brinden una buena información, pero aún más importante es que las personas puedan tener acceso en todos los momentos a sus extractos, a los datos sobre el portafolio, valorizaciones, proyectos, etcétera.
- Estatus: al tener los cotizantes la oportunidad de elegir alguna de las compañías, unos de los criterios que son tenidos en cuenta son el respaldo y la trayectoria de los que gozan estas en el mercado.
- Transparencia: las compañías deben ser transparentes, lo que implica tener todas las cuentas claras y, además, generar la rentabilidad esperada por el ahorrador.
- Reportes constantes: los clientes deben tener información constante de la gestión de sus portafolios y de la rentabilidad generada por estos.

- Rentabilidad: esta debe satisfacer las expectativas de los inversores una vez establecido el nivel de riesgo aceptado por ellos.

Canales

Este sector no tiene muchos canales de distribución. Solo cuenta con *call centers* y oficinas directas.

Variedades

Las sociedades administradoras de pensiones y cesantías poseen tres grandes secciones en las que diversifican su portafolio, que son las pensiones obligatorias, las cesantías y las pensiones voluntarias. Las dos primeras son estándares y están establecidas por ley, por lo que no vale la pena analizarlas, pues la única diferenciación se da a través de la rentabilidad (la cual en términos generales es volátil y no está asegurada para ninguna empresa). Por esta razón, se hace interesante estudiar el segmento de pensiones voluntarias, en el cual sí se observan bastantes diferencias entre cada empresa.

Para establecer el vector, se procedió a dividirlo en las áreas que las empresas en general usan para segmentar su demanda. Para esto, se eligieron las siguientes categorías:

- Plazo: corto y largo plazo.
- Perfil del inversionista: moderado, conservador y dinámico.
- Tipo de activo: renta fija o renta variable.
- Sectores: las empresas tienen inversiones en sectores como la minería, el petróleo, la energía, etcétera.
- Monedas: inversiones en divisas.
- Oportunidades de mercado: algún tipo de *boom* económico.
- Objetivos de ahorro: para estudios, vejez, ahorros.
- Manejo del portafolio: personalizado o por parte del fondo.
- Portafolios internacionales.

A continuación, se incluye la matriz de panorama competitivo del sector.

Tabla 8. Panorama competitivo

PANORAMA COMPETITIVO

	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE	PROTECCIÓN	PORNENIR	ING	SKANDIA	COLFONDOS	HORIZONTE																		
NECESIDADES	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6																		
Servicio	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO												
Estatus	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO	PR	PO			CO	HO												
Acceso fácil a la información	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO						
Transparencia	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO						
Reportes constantes	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO						
Rentabilidad	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO						
VARIIDADES	<i>Por plazo</i>						<i>Por perfil del inversionista</i>						<i>Por tipo de activo</i>						<i>Por sectores</i>						<i>Por monedas</i>						<i>Por oportunidades de mercado</i>						<i>Por objetivos de ahorro</i>						<i>Por manejo de portafolio</i>						<i>Portafolios internacionales</i>																	
Oficinas	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO	PR	PO	ING		CO	HO						
Call center	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO	PR	PO	ING	SK	CO	HO

1	PR	PROTECCIÓN
2	PO	PORVENIR
3	IN	ING
4	SK	SKANDIA
5	CO	COLFONDOS
6	HO	HORIZONTE

Como se describió anteriormente, en los servicios de pensiones obligatorias y cesantías, el sector muestra convergencia total, pues estos servicios los tienen que brindar en todo momento. Para hacer un análisis en el que se puedan diferenciar las compañías, se procedió a tomar solo el área de pensiones voluntarias.

En este caso, como lo muestra el levantamiento del panorama competitivo, por el lado de pensiones voluntarias también se presenta un alto grado de hacinamiento. Todas las compañías tienen muchos portafolios en los que han buscado abarcar todos los segmentos del mercado. No obstante, ING ha sido la única empresa que ha propuesto la idea de que el inversionista escoja la oportunidad de administrar su propio portafolio. Por medio de esto, ha logrado diferenciarse de las otras.

Los competidores podrían aprovechar tal hecho y copiarlo; el problema es que se tendería al hacinamiento y disminuiría la rentabilidad del sector.

Por otra parte, se identificó que la cobertura de oficinas ofrecida por ING es escasa, pues solo tienen una en la ciudad, lo que hace que no haya un fácil acceso a la información de nuevos cotizantes y, por lo tanto, pueden estar perdiendo clientes potenciales.

Por último, como se especificó en el vector de necesidades, se entiende que uno de los determinantes de la elección de un fondo de pensiones es su reconocimiento y estatus, de este modo, las empresas Skandia e ING son las que menos están posicionadas en el mercado y, por ende, pueden tener problemas de demanda.

Análisis estructural de las fuerzas del mercado en tiempo real

El estudio de fuerzas del mercado se realizó con base en el modelo teórico de Michael Porter. Este se apoya en un *software* desarrollado por la Facultad de Administración de la Universidad del Rosario,²⁷ en el cual se tienen unos

27 "Metodología para la lectura de las tablas y los gráficos del *software*. El *software* permite evaluar cada una de las fuerzas del mercado a través del siguiente código de calificación: I = inexistente; B = bajo; MB = medio bajo; E = en equilibrio; Ma = medio-alto; A = alto. La persona que realiza el estudio asigna, mediante un análisis, su calificación a cada una de las variables que conforman las fuerzas. En una tabla individual (...) en la parte inferior de ellas [de las tablas] se presenta la calificación final. Finalizado el procedimiento se encuentran tablas y gráficos que resumen el análisis estructural de fuerzas del mercado. Posteriormente se interpretan los resultados y se prepara el informe para el grupo o personas de la empresa encargadas del direccionamiento estratégico". Restrepo Puerta, L. F. & Rivera Rodríguez, H. A. (2008). *Fuerzas del mercado mejorado*.

aplicativos para el análisis de cada una de las cinco fuerzas. Con ayuda del estudio, se procedió a investigar a las empresas que se contemplaron en el análisis del panorama competitivo anterior. El análisis de las fuerzas del mercado implica revisar, para cada uno de los sectores estudiados, cinco grandes categorías que permiten una mejor percepción de lo que ocurre en ellos; estas son riesgos de ingreso, rivalidad entre los competidores, poder de negociación de proveedores, poder de negociación de compradores y riesgo de sustitución.

Riesgo de ingreso

El riesgo de ingreso de nuevos competidores es bajo. Esto se debe principalmente a los niveles de economías a escala, a las altas inversiones, a la tecnología de información y a las operaciones compartidas. Por otra parte, las políticas y restricciones del gobierno²⁸ son muy altas, lo que hace, en algunos casos, poco atractiva la entrada de nuevos competidores a la industria.

Como se mencionó, los fondos de pensiones y cesantías deben contar con grandes cantidades de dinero, tener reconocimiento en el sector financiero y una cantidad representativa de ahorradores para poder operar.²⁹ Estas compañías tienen una gran responsabilidad, pues deben hacer portafolios, análisis de riesgo e inversiones con el dinero de jubilación de todos los cotizantes del país, por lo que necesitan capital humano bastante especializado y con la capacidad de asegurar unas rentabilidades mínimas para la economía. Ello hace que los costos de operaciones, a pesar de ser compartidos, sean elevados.

El Sistema General de Pensiones y Cesantías está fuertemente regulado tanto por el Gobierno Nacional como por la Superintendencia Financiera. El establecimiento constante de nuevas leyes y modificaciones a las antiguas se hacen con el fin de brindar mayores garantías a los trabajadores que cotizan. Por otra parte, la Superintendencia Financiera modifica trimestralmente los márgenes mínimos de rentabilidad que deben generar estos fondos debido a los cambios estructurales del país. Todo esto conlleva a que el mercado

28 La Superintendencia Financiera constantemente está sacando comunicados de prensa, leyes y decretos que modifican las condiciones en las que se encuentra el sector.

29 Son inversores marginales que en la literatura se conocen como aquellos inversores que son capaces de mover el equilibrio del mercado con una operación.

en el cual se encuentra inmerso el sector de las pensiones y cesantías sufra constantes cambios, y, por ende, se encuentre en un entorno turbulento.

La respuesta de los rivales existentes, ante la entrada de un nuevo competidor, sería bastante agresiva, ya que estos cuentan con bastantes niveles de liquidez y capacidades de endeudamiento. Tales compañías son empresas establecidas, algunas internacionales y otras que poseen convenios con grandes entidades financieras. Además, captan dinero de todos los trabajadores de la economía, de los cuales cobran un monto específico, por concepto de administración del portafolio y con lo cual garantizan tener liquidez en todo momento.

Algunas de las razones por las que un nuevo competidor podría ver atractiva la entrada al sector es porque los costos de cambio de los cotizantes son bastante bajos, lo que haría que estas nuevas empresas pudieran obtener ahorradores muy rápido, y, además, ninguna de las compañías tiene fácil acceso o acceso privilegiado a materias primas o insumos. Las anteriores no son razones representativas, pues el sector se mueve principalmente en otras áreas, en donde las barreras a la entrada son realmente altas y, por lo tanto, el riesgo de ingreso es bajo.

Poder de negociación de los proveedores

Los proveedores en este sector son las compañías que prestan servicios de *outsourcing*. De este modo, el poder de negociación de los proveedores es bastante bajo, puesto que estos servicios no son vitales para la operación de la empresa y pueden ser reemplazados fácilmente. Algunas empresas optan, incluso, por no tercerizar ninguno de los procesos. Tal hecho es una muestra de que este punto no es vital para las entidades de pensiones y cesantías. Vale la pena aclarar que uno de los *softwares* más utilizados en el sector financiero es Bloomberg,³⁰ y este solo es provisto por una compañía en el mundo. A pesar de ello, las regulaciones en términos de información y monopolios están establecidas, lo que no permite que esta compañía tenga un alto poder de mercado.

Poder de negociación de los compradores

El poder de negociación de los compradores no es elevado. Una de las principales razones es que estos están sujetos a la rentabilidad que pueda ofrecer la AFP. Tal rentabilidad está establecida por la Superintendencia Financiera y debe garantizarse a cabalidad.³¹ Por ello, se puede concluir que los compradores, en este caso los cotizantes, siempre tienen que demandar el servicio y no pueden exigir una rentabilidad muy elevada, pues las AFP solo están en la obligación de garantizar una rentabilidad mínima.

La importancia del comprador, en este caso los ahorradores, para el funcionamiento del sector es alta, ya que sin los fondos que se depositan por concepto de pensiones y cesantías sería imposible hacer las operaciones; no obstante, los cotizantes no podrán dejar de ahorrar debido a que está establecido en la ley y todos, en su mayoría, deben cumplirlo.

Así mismo, no existe la posibilidad de que los compradores hagan integración hacia atrás, pues no existiría ningún incentivo, ni mucho menos se tendrían los recursos necesarios para lograrlo.

Nivel de rivalidad entre competidores existentes

Este mercado es particular porque funciona como un oligopolio. Las empresas tienen poder de mercado ya que tienen asegurada una demanda, son pocas y no hay libre acceso a nuevos competidores. Situación que lleva a que se dé un alto nivel de rivalidad entre los competidores existentes. Algunas de las explicaciones más claras son:

- Costos fijos de salida: los activos fijos con los que cuentan estas compañías son representativos, pues, además de las oficinas tradicionales, poseen puestos de servicio, atención al cliente, entre otros.³²
- Los niveles de inversión son altos.
- Costos de cambio: las empresas del sector financiero se ven enfrentadas a costos de transacciones al momento en el que van a invertir en sus portafolios. El simple hecho de modificar un portafolio implica grandes costos, los cuales buscan minimizar al máximo.
- Los convenios que algunas de estas compañías tienen con grandes bancas de inversión e, incluso, con entidades mundialmente recono-

31 Superintendencia Financiera, sitio web.

32 Porvenir, sitio web.

cidas en el sector, hace que la rivalidad sea alta. Algunos ejemplos de esto son: Pensiones y Cesantías Porvenir con el Grupo Aval;³³ Colfondos Pensiones y Cesantías con Colpatria;³⁴ y Skandia es miembro del Grupo Old Mutual.³⁵

- La actual regulación sobre el sector solo está enfocada a garantizar una rentabilidad mínima para los cotizantes, lo que deja libertad para que los competidores puedan pelear entre ellos, ofreciendo mejores rentabilidades a mejores niveles de riesgo, por lo que la competencia se vuelve agresiva.

Como se puede apreciar, son varios los factores que hacen que la competencia dentro de este sector sea bastante constante y en algunos casos agresiva.

Bienes sustitutos

Este sector es muy especializado y, además, su servicio, por ley, tiene que ser ofrecido siempre, lo que hace que no haya bienes sustitutos. Vale la pena aclarar que una opción que dan los fondos de pensiones y cesantías es cotizar en pensiones voluntarias. Este servicio puede ser sustituido fácilmente por bancas de inversión o corredoras de bolsa, por medio del aumento de los rendimientos.

En los casos de pensiones obligatorias y cesantías, las opciones se agotan, pues son obligación y la gran mayoría de las personas que cotizan son de bajos recursos, por lo que sus tasas de ahorro son bajas. De este modo, tales personas no tienen la posibilidad de invertir en otro tipo de portafolios y/o negocios, lo que hace que las compañías de pensiones y cesantías se encuentren en un oligopolio, sin ningún tipo de competencia directa.

Los niveles de rentabilidad de las compañías de pensiones y cesantías, según el modelo AESE, son elevados y riesgosos. En primer lugar, los rendimientos elevados se deben a las altas barreras a la entrada que permiten que no ingresen muchos competidores y que, por lo tanto, los márgenes de rentabilidad sean altos. En segundo lugar, estos rendimientos son riesgosos debido a que las barreras a la salida son altas, lo que lleva a que renunciar a

33 Ibíd.

34 Colfondos, sitio web.

35 Skandia, sitio web.

la razón social de la compañía resulte muy costoso, por lo que está tendría que asumir las crisis y tratar de salir de las situaciones de inestabilidad financiera.

Estudio de competidores

Para culminar el análisis estratégico, es preciso hacer un estudio detallado de los competidores del sector, por lo que es indispensable identificar los supuestos del sector, efectuar un análisis del crecimiento potencial de las empresas y calcular los índices de erosión. Restrepo y Rivera (2008) exponen una descripción detallada de los pasos para realizar estas pruebas.

Supuestos

El sector de las sociedades administradores de fondos de pensiones y cesantías se caracteriza por los siguientes supuestos:

- El precio de los productos ofrecidos por las AFP depende de la duración de las inversiones hechas por los agentes y los principales.
- Debido a que los portafolios o productos que ofrecen las AFP son diversificados y dependen del nivel de riesgo y rentabilidad que desee obtener el afiliado, los precios de estos son diversificados.
- Los portafolios de pensiones y cesantías que ofrecen las AFP en Colombia se caracterizan por su diversificación en cuanto las empresas tienen gran cantidad de activos financieros.
- Algunos portafolios como los de pensiones voluntarias sirven como forma de ahorro para los afiliados a este tipo de portafolio.
- La rentabilidad mínima exigida para los fondos de pensiones y cesantías es establecida por la Superintendencia Financiera; sin embargo, las empresas logran diferenciarse unas de otras por la rentabilidad que generan a sus afiliados.
- Las AFP en estudio tienen cobertura nacional puesto que todas las empresas tienen oficinas alrededor del territorio nacional.
- Algunas de las AFP cuentan con respaldo internacional, lo que les ayuda a lograr ventajas competitivas frente a rivales que no tienen presencia internacional.
- Las vallas publicitarias son uno de los medios de promoción más usados por estas administradoras.

- Las propagandas televisivas como medio de promoción son utilizadas por algunas de las AFP, pero no por todas.
- Las cuñas publicitarias son otro de los medios más empleados por dichas administradoras para la promoción de sus productos.

Crecimiento potencial sostenible

El crecimiento potencial mide la capacidad de una empresa de sostener o no el crecimiento de la demanda del sector. A continuación, se presentan los datos calculados para las empresas del sector.

Tabla 9. Crecimiento potencial sostenible del sector 2001-2010

2006	Cre. int.	Cre. ext.	CPS
Protección	18,40%	3,77%	22,17%
Porvenir	11,33%	1,85%	13,18%
Horizonte	24,19%	3,67%	27,86%
ING	24,28%	3,10%	27,37%
Skandia	9,06%	1,45%	10,51%
Colfondos	14,51%	2,16%	16,67%
Total	17,04%	2,80%	19,84%

2007	Cre. int.	Cre. ext.	CPS
Protección	18,81%	4,45%	23,25%
Porvenir	10,96%	1,88%	12,84%
Horizonte	20,05%	2,78%	22,83%
ING	20,82%	3,39%	24,20%
Skandia	7,95%	1,26%	9,21%
Colfondos	12,29%	1,93%	14,22%
Total	15,31%	2,71%	18,02%

2008	Cre. int.	Cre. ext.	CPS
Protección	17,53%	4,57%	22,09%
Porvenir	9,77%	1,75%	11,52%
Horizonte	11,54%	3,26%	14,80%
ING	10,45%	1,48%	11,93%
Skandia	10,93%	1,47%	12,39%
Colfondos	16,09%	2,27%	18,36%
Total	12,99%	2,60%	15,59%

2009	Cre. int.	Cre. ext.	CPS
Protección	21,44%	5,23%	26,67%
Porvenir	11,84%	2,60%	14,43%

Horizonte	17,64%	5,89%	23,53%
ING	25,69%	4,39%	30,07%
Skandia	13,79%	2,37%	16,16%
Colfondos	22,47%	4,42%	26,89%
Total	18,03%	4,15%	22,18%

2010	Cre. int.	Cre. ext.	CPS
Protección	16,85%	2,66%	19,50%
Porvenir	20,76%	-7,29%	13,47%
Horizonte	15,30%	3,48%	18,79%
ING	18,39%	2,96%	21,34%
Skandia	12,29%	3,46%	15,75%
Colfondos	10,56%	1,82%	12,37%
Total	17,48%	-0,77%	16,71%

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia Financiera.

Índices de erosión

Para complementar el estudio de competidores, se realiza el cálculo de los índices de erosión de la estrategia y la productividad. Estos índices hacen referencia a la relación ingreso/utilidad e utilidad/ingreso de las empresas.

Si una empresa presenta erosión de la estrategia, lo que ocurre es que no tiene capacidad de generación de ingresos en el largo plazo, a pesar de evidenciar crecimiento temporal de sus utilidades; y, si presenta erosión de la productividad, se encuentra con ineficiencias. Se puede indicar que, cuando por más de dos años consecutivos la relación entre la variación de la utilidad y la variación de los ingresos es mayor a tres, se sufre de erosión estratégica; y, cuando la variación de los ingresos supera a la variación de la utilidad en la misma proporción, hay erosión de la productividad. Para una mejor comprensión del concepto de erosión, debe recurrirse a Restrepo y Rivera (2008).

La tabla 10 muestra los rubros necesarios para llevar a cabo el cálculo de los índices de erosión, así como los valores resultantes de esos cálculos.

Tabla10. Índices de erosión en el sector

Utilidad	Protección	Porvenir	Horizonte	ING	Skandia	Colfondos
2006	48.330.573	39.847.740	41.040.035	33.484.377	6.569.897	19.876.932
2007	56.153.150	44.214.978	36.232.683	26.699.447	6.943.698	19.642.789
2008	65.113.092	49.100.386	25.222.415	15.010.726	11.840.327	31.159.526
2009	99.469.845	81.478.338	50.848.278	49.020.562	18.983.883	55.704.730
2010	85.716.031	84.965.547	61.083.034	37.894.502	20.452.843	26.193.239

Ingresos	Protección	Porvenir	Horizonte	ING	Skandia	Colfondos
2006	236.273.623,3	295.967.788,6	158.844.965,4	114.977.206,9	78.410.893,5	124.932.305,9
2007	268.056.923,0	311.155.908,3	167.884.833,0	118.026.195,4	85.936.237,4	130.845.802,5
2008	303.447.235,6	368.649.133,8	183.799.904,6	129.321.730,4	99.210.885,4	155.600.739,0
2009	397.477.145,9	480.482.091,8	257.426.995,2	172.549.124,5	126.532.421,1	210.215.086,2
2010	369.703.411,6	479.385.404,1	261.571.152,0	170.638.407,7	150.524.065,0	212.718.400,4

Costos	Protección	Porvenir	Horizonte	ING	Skandia	Colfondos
2006	236.273.623,3	295.967.788,6	158.844.965,4	114.977.206,9	78.410.893,5	124.932.305,9
2007	268.056.923,0	311.155.908,3	167.884.833,0	118.026.195,4	85.936.237,4	130.845.802,5
2008	303.447.235,6	368.649.133,8	183.799.904,6	129.321.730,4	99.210.885,4	155.600.739,0
2009	397.477.145,9	480.482.091,8	257.426.995,2	172.549.124,5	126.532.421,1	210.215.086,2
2010	369.703.411,6	479.385.404,1	261.571.152,0	170.638.407,7	150.524.065,0	212.718.400,4

Delta utilidad						
2006-2007	16,2%	11,0%	-11,7%	-20,3%	5,7%	-1,2%
2007-2008	16,0%	11,0%	-30,4%	-43,8%	70,5%	58,6%
2008-2009	52,8%	65,9%	101,6%	226,6%	60,3%	78,8%
2009-2010	-13,8%	4,3%	20,1%	-22,7%	7,7%	-53,0%

Delta ingresos						
2006-2007	13,5%	5,1%	5,7%	2,7%	9,6%	4,7%
2007-2008	13,2%	18,5%	9,5%	9,6%	15,4%	18,9%
2008-2009	31,0%	30,3%	40,1%	33,4%	27,5%	35,1%
2009-2010	-7,0%	-0,2%	1,6%	-1,1%	19,0%	1,2%

Delta costos						
2006-2007	13,5%	5,1%	5,7%	2,7%	9,6%	4,7%
2007-2008	13,2%	18,5%	9,5%	9,6%	15,4%	18,9%
2008-2009	31,0%	30,3%	40,1%	33,4%	27,5%	35,1%
2009-2010	-7,0%	-0,2%	1,6%	-1,1%	19,0%	1,2%

Índice de erosión de estrategia	Protección	Porvenir	Horizonte	ING	Skandia	Colfondos
2006-2007	1,20	2,14	-2,06	-7,64	0,59	-0,25
2007-2008	1,21	0,60	-3,21	-4,57	4,57	3,10
2008-2009	1,70	2,17	2,54	6,78	2,19	2,24
2009-2010	1,98	-18,75	12,50	20,50	0,41	-44,49

Índice de erosión de productividad	Protección	Porvenir	Horizonte	ING	Skandia	Colfondos
2006-2007	0,83	0,47	-0,49	-0,13	1,69	-4,02
2007-2008	0,83	1,67	-0,31	-0,22	0,22	0,32
2008-2009	0,59	0,46	0,39	0,15	0,46	0,45
2009-2010	0,51	-0,05	0,08	0,05	2,45	-0,02

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia Financiera.

Los resultados permiten concluir que no se presentan elementos que permitan indicar que en el sector exista erosión de la estrategia o de productividad. A pesar de que hay empresas con valores negativos muy elevados, es necesario identificar si los costos aumentaron. Cuando los costos disminuyen y a la vez la variación de las utilidades es mayor a la de los ingresos en una relación mayor a tres, puede hablarse de problemas de estrategia, pero esto no ocurrió en el sector.

Conclusiones

Las sociedades administradoras de pensiones y cesantías tienen una gran particularidad y es que dependen netamente del entorno en el que se mueven. La capacidad o espacio de gestión de un CEO dentro de la compañía es limitado, pues una buena gestión no garantiza altos retornos de los portafolios de inversión. Además, esta no es solo característica de algunas empresas, sino de todas las del sector, por lo que hacer un análisis individual no tiene sentido, razón por la que se hará en conjunto.

Un acto de cualquier tipo puede llevar a que el mercado se mueva abruptamente, lo que hace que este sea complejo. Externalidades como las elecciones políticas, los efectos del invierno, el terrorismo, las malas expectativas sobre un mercado, país o divisa, entre otras, pueden llegar a mover el mercado y, por lo tanto, las compañías del sector se pueden ver altamente afectadas.

La diversificación es evidente cuando se habla de las compañías del sector en estudio. Algunos servicios como las pensiones obligatorias y las cesantías son homogéneos para todas. El servicio de pensiones voluntarias no lo es. En este cada empresa tiene en promedio veinte portafolios de inversión, los cuales están divididos en varios grupos con el fin de complacer a todos los posibles inversionistas. Por esto, portafolios con características

de plazo, perfil, tipos de activos, sectores, monedas, internacionalización, oportunidades de mercado, objetivos de ahorro, entre otras, son la estrategia que se ha usado para diversificar y ofrecerle cada vez mejores servicios a la comunidad.

La completa y constante incertidumbre sobre los mercados hace que el terreno en el que se desenvuelve una AFP sea hostil. Cada segundo se realizan cambios que deben ser empleados de la mejor forma por los encargados del área para cumplir con los requerimientos de la compañía.

Definiendo hostil como la persona o empresa que presenta bastante enemistad con los otros, podemos relacionarla claramente con nuestro caso. Los objetivos operativos del sector se basan principalmente en la adquisición de mayor rentabilidad, entre mejor rentabilidad con respecto a los otros, mayor será su participación en el mercado. Es por esto por lo que las compañías del sector son “hostiles” o, mejor, se encuentran en un ambiente hostil.

En la tabla 11 se realiza un comparativo entre las empresas estudiadas.

Tabla 11. Cuadro comparativo de estrategias utilizadas por las empresas

AFP	Acciones diferenciadoras
Horizonte	<ul style="list-style-type: none"> • Convenios internacionales para generar ventas competitivas. • Diferenciación en costos. • Responsabilidad social empresarial.
Skandia	<ul style="list-style-type: none"> • Portafolios flexibles. Los ahorradores pueden elegir si administran su portafolio (de pensiones voluntarias) o delegan esto a la AFP. • Excelentes estándares de calidad y control. • Reconocimiento de Great Place to Work.
Porvenir	<ul style="list-style-type: none"> • Mayor inversión en renta variable, lo que hace que tenga menos solvencia. • Capacitación financiera a sus clientes y empleados. • Reconocimientos internacionales por esfuerzos en innovación, calidad de servicio y buena administración.
Protección	<ul style="list-style-type: none"> • Mayor rentabilidad en pensiones voluntarias. • Tutoriales virtuales. • Información constante a sus cotizantes.

Fuente: elaboración propia.

Las compañías del sector han reaccionado activamente ante las turbulencias del entorno. Muestra de esto es la cantidad de acciones que han tomado con el fin de sobreponerse a la fuerte competencia y, por ende, convergencia del sector. Tales acciones no solo han buscado contrarrestar el riesgo externo al que se enfrentan las compañías, sino que han mejorado sus estructuras internas, modelos de gestión y capacitación de los empleados.

En este sentido, la empresa que más ha logrado diferenciarse, sobreponerse y estar preparada para posibles contingencias es Skandia, pues,

como se pudo apreciar en el análisis de hacinamiento, es la que posee más solvencia. Además, sus estrategias de portafolios flexibles, reconocimiento como una de las mejores empresas para trabajar y excelentes estándares de calidad hacen que sea reconocida y respetada en el sector.

Bibliografía

Aldrich, H. (1979). *Organizations and environments*. New York: Prentice Hall.

Ansoff, I. (1979). *Strategic Mangement*. London: MacMillan.

BBVA. [En línea]. “BBVA Horizonte”. Disponible en: <<http://pensionesyseguros.bbva.com/PENSIONAMERICA/site/pensiones-colombia.html>>. Recuperado el 20 de febrero, 2011.

BBVA Horizonte Pensiones y Cesantías. [En línea]. “Personas”. Disponible en: <<http://www.bbvahorizonte.com.co/es/personas.php#>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

Bloomberg. [En línea]. “Professional”. Disponible en: <<http://www.bloomberg.com/professional/>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

Bourgeois, L. & Eisenhardt, K. (1988). Strategic Decision Processes in High Velocity Environments: Four Cases in the Microcomputer Industry. *Management Science*, 34(7).

BRC Investor Services S.A. [En línea]. (2010, Diciembre). “Porvenir S.A. Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías”. Disponible en: <http://www.brc.com.co/archivos/1%20cal-f-3-for-08%20r1_IV_10_CP_AFP_PORVENIR_RP_10.pdf>. Recuperado el 17 de marzo, 2011.

———. [En línea]. “Sociedad calificador de valores”. Disponible en: <<http://brc.com.co>>. Recuperado el 18 de marzo, 2011.

Cameron, K., Kim, M. & Whetten, D. (1987). Organizational Effects of Decline and Turbulence. *Administrative Science Quarterly*, 32(2).

Carvajal, A. & Mosquera, M. & BRC Investor Services S.A. [En línea]. “Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A”. Disponible en: <<http://www.brc.com.co/archivos/OPEFO7%20I%2006%20CAP%20AFP%20PROVENIR%20%20CI.pdf>>. Recuperado el 18 de febrero de 2011.

Citi Colfondos S.A. [En línea]. “Estados financieros”. Disponible en: <<https://www.colfondos.com.co/wps/wcm/connect/b0f89d004345cec9af5ebfe7bcd1ed90/estados.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b0f89d004345cec9af5ebfe7bcd1ed90>>.

Colfondos Pensiones y Cesantías. [En línea]. “Información corporativa”. Disponible en: <<https://www.colfondos.com.co/wps/portal>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

Decreto 3798 del 2003 por el cual se reglamenta parcialmente el artículo 17 de la Ley 549 de 1999, se dictan medidas en relación con la emisión de bonos pensionales, se establecen mecanismos para la compensación de obligaciones entre entidades públicas por concepto de obligaciones pensionales.

Dess & Beard, D. (1984). Dimensions of Organizational Task Environments. *Administrative Science Quarterly*, 29(1).

Duff & Phelps de Colombia. [En línea]. “BBVA Horizonte S.A.” Disponible en: <<http://www.bnamericas.com/reports/18929.pdf>>. Recuperado el 23 de febrero, 2011.

Emery, F. & Trist, E. (1965). The Causal Texture of Organizational Environments. *Human Relations*, 18(21).

Fitch Ratings. [En línea]. “Fund and Asset Manager Rating Group”. Disponible en: <<http://www.fitchratings.com.co/content/modules/verArchivo.aspx?Id=619&pos=1>>. Recuperado el 19 de marzo, 2011.

Galbraith, J. (1973). *Designing Complex Organizations*. Reading, MA: Addison-Wesley Publishing Co.

Gueguen, G. (1997). *Face aux turbulences, l'entreprise doit-elle être réactive? Propos de réflexion*. VIème conférence de L'AIMS. Montréal: HEC.

ING Colombia. [En línea]. “Informe anual”. Disponible en: <<https://www.ing.com.co/wps/wcm/connect/e9d4ef0041e1706c9fbb9fcd8de47c8f/WEB+02++ADM+DE+FONDOS+Y+PENSIONES.pdf?MOD=AJPERES>>. Recuperado el 20 de febrero, 2011.

ING Pensiones y Cesantías. [En línea]. “Afiliados, pensiones voluntarias, alternativas de inversión”. Disponible en: <<https://www.ing.com.co/wps/portal/HomeING/afiliados/pensionevoluntarias/alternativasinversion>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

Khandwalla, P. (1976-1977). Some Top Management Styles, their Context and Performance. *Organizations and Administrative Sciences*, 7(4).

Márquez, A. & Páez, S.; Fitch Ratings. [En línea]. “Colfondos S.A. Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías”. Disponible en: <<http://www.fitchratings.com.co/content/modules/verArchivo.aspx?Id=590&pos=1>>. Recuperado el 23 de febrero, 2011.

Martín, A. & Mosquera, M.; BRC Investor Services S.A. [En línea]. “ING Administradora de Pensiones y Cesantías S.A.” Disponible en: <<http://brc.com.co/archivos/x%20cal-f-3-for-08%20r1%20III10%20ING%20PENSIONES%20Y%20CESANTIAS%20CI10.pdf>>. Recuperado el 23 de febrero, 2011.

Ministerio de la Protección Social. [En línea]. “*Cartilla Sistema General de Pensiones*”. Disponible en: <<http://www.minproteccionsocial.gov.co/Documentos%20y%20Publicaciones/CARTILLA%20PREGUNTAS%20FRECUENTES%20PENSIONES.pdf>>. Recuperado el 21 de febrero, 2011.

———. [En línea]. “Descripción Sistema General de Pensiones”. Disponible en: <<http://www.minproteccionsocial.gov.co/pension/Paginas/descripcionSistemaGeneralPensiones.aspx>>. Recuperado el 21 de febrero, 2011.

Páez, S. & Márquez, A.; Fitch Ratings. [En línea]. “Skandia Pensiones y Cesantías S.A.” Disponible en: <<http://www.fitchratings.com.co/resources/getresource.aspx?ID=841>>.

Páez, S. & Romero, A.; Fitch Ratings. [En línea]. “Protección S.A. Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías”. Disponible en: <<http://www.fitchratings.com.co/content/modules/verArchivo.aspx?Id=619&pos=1>>.

Pensiones y Cesantías Protección. [En línea]. “Certificado de gestión de calidad”. Disponible en: <<http://www.proteccion.com/portal/secciones/PROTPORTAL/HOME/HOMEACCIONISTAS/CALIFICACIONES/ICONTEC/doc\1708\MICROSITIO.html?idDocumento\=1708>>. Recuperado el 10 de marzo, 2011.

———. [En línea]. “Responsabilidad social”. Disponible en: <http://www.proteccion.com/portal/pragma/documenta/plantillas/PDMICROSITIOGENERAL_C/_PDMICROSITIOGENERAL_C.jsp?refreshPlantilla=true&idPortal=2&idSeccion=782&tiempoVida=0&clasePrincipal=HTML&idDocumento=2164&refreshMetaplantilla=false&file=gente_categoria.html>. Recuperado el 23 de febrero, 2011.

Porvenir. [En línea]. “Información corporativa”. Disponible en: <https://www.porvenir.com.co/NuestraCompania/Actividades/DocumentosOficinaPrensa/Icontec_renueva_certificacion_Porvenir.pdf>. Recuperado el 23 de febrero, 2011.

———. [En línea]. “Canales de servicios, todas las oficinas”. <<https://www.porvenir.com.co/CanalesServicios/Paginas/Todas-las-Oficinas.aspx>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

———. [En línea]. “Personas, pensiones voluntarias, alternativas de inversión, alternativas convencionales”. Disponible en: <<https://www.porvenir.com.co/Personas/PensionesVoluntarias/AlternativasInversión/Paginas/AlternativasConvencionales.aspx>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

Restrepo, L. & Rivera, H. (2008). *Análisis estructural de sectores estratégicos* (2ª ed.). Bogotá: Universidad del Rosario, Facultad de Administración, Colección Textos de Administración.

Rivera, H. (2010). Cambio estratégico y turbulencia. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Militar Nueva Granada*, XVIII(1), 87-117.

RTVE.es. [En línea]. “Nueva caída de las bolsas debido a la crisis nuclear de Japón”. Disponible en: <<http://www.rtve.es/noticias/20110316/nueva-caida-bolsas-debido-crisis-nuclear-japon/417404.shtml>>. Recuperado el 19 de marzo, 2011.

Skandia. [En línea]. “Información corporativa”. Disponible en: <<http://www.skandia.com.co/skandia/corporativo/InformaciónCorporativa/tabid/119/Default.aspx>>.

———. [En línea]. “Personas”. Disponible en: <<http://www.skandia.com.co/skandia/>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

Superintendencia Financiera. [En línea]. “Aspectos principales de los multifondos. Bogotá: Superfinanciera.” Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co/>>. Recuperado el 23 de marzo, 2011.

———. [En línea]. “Normativa, normas y reglamentaciones, normativa de rentabilidad”. Disponible en: <<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/NormasyReglamentaciones/normatividadrentabilidad.htm>>. Recuperado el 23 de mayo, 2011.

———. *Pensiones, cesantías y fiduciarias. Normativa*. Extraído el 23 de mayo, 2011, de <<http://www.superfinanciera.gov.co/>>.

Terreberry, S. (1968). The Evolution of Organizational environments. *Administrative Science Quarterly*, 12, 590-613.



Universidad del Rosario
Facultad de Administración

