

## REGIMEN DE INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS EN COLOMBIA<sup>1</sup>

Buenos días.

Ante una concurrencia de expositores y asistentes tan calificada, es bien poco lo que falta por añadir. Hemos asistido a un curso intensivo de derecho comparado en materia de portafolios de inversiones, pero no quisiera dejar pasar de lado la oportunidad de contarles una visión muy somera de lo que es nuestro sistema de pensiones en Colombia y en particular de nuestro régimen de inversiones.

De manera preliminar quiero mencionarles el entorno político y jurídico en el cual nos estamos debatiendo hoy sobre estas materias.

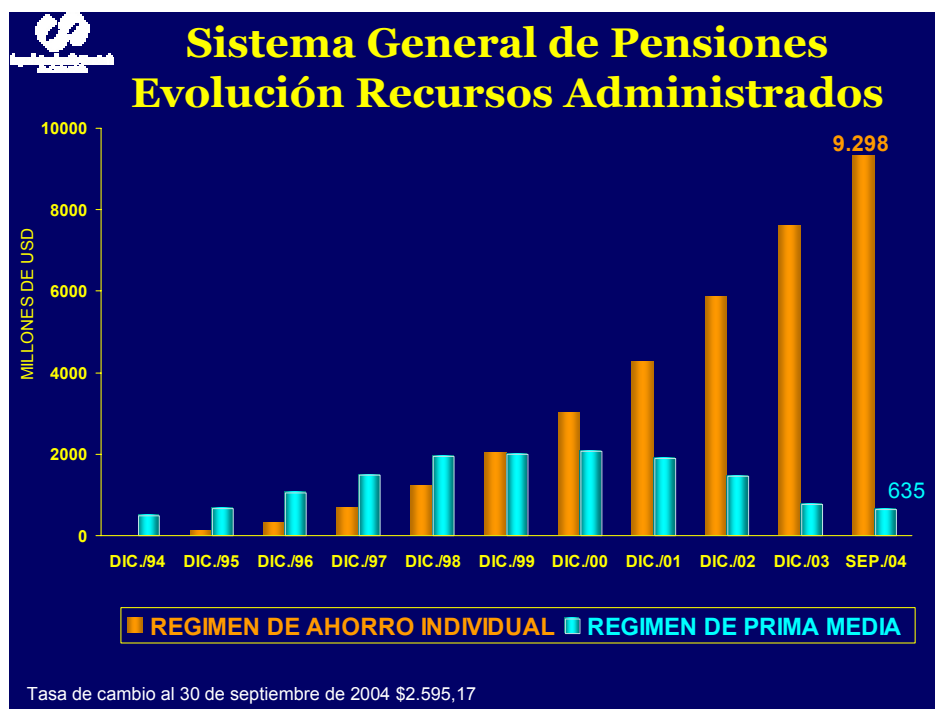
Colombia tiene un régimen previsional en el que coexisten el régimen privado de capitalización con el régimen de reparto o de prima media, pudiendo el trabajador escoger entre uno y el otro, obviamente con unas limitaciones de traslado dependiendo de la edad y del tiempo de permanencia.



<sup>1</sup> Conferencia pronunciada por Ligia Helena Borrero Restrepo, Superintendente Delegada para la seguridad social y otros servicios financieros de Colombia, Lima Perú, Noviembre de 2004

Como en todos los países de Latinoamérica, este es un tema que sigue estando en discusión: de manera cíclica aparecen las reflexiones en torno a si se vuelve al régimen de reparto, eliminando el régimen de ahorro individual, máxime cuando aparece “ese apetito” en los debates políticos por esos recursos acumulados en las cuentas individuales, sobre todo en una circunstancia de déficit fiscal complicada como la que atraviesa nuestro país.

Precisamente en Colombia estamos en este momento en una revisión del sistema pensional. Cursa en el Congreso un proyecto de acto legislativo que busca de manera primordial disminuir el costo de la transición del antiguo régimen de reparto, que hoy se está haciendo efectiva en toda su dimensión porque ya nos están pasando la cuenta de cobro de una reforma que fue el año 1993. Las reservas de nuestro sistema de reparto se han agotado y el Estado ha tenido que entrar a honrar esa garantía al régimen de reparto y, por supuesto esto aunado con las dificultades fiscales hay que encontrar soluciones definitivas.



A pesar de que Colombia es un país que ha crecido permanentemente durante 80 años, salvo en el año 1998 en que tuvo decrecimiento y no obstante que tenemos una estabilidad macroeconómica, sin embargo el tema fiscal continúa siendo un factor de alta preocupación que hace parte de nuestra agenda política y legislativa. De ahí que para poder reducir ese costo de transición y que sea menos costoso el pago de las pensiones por las que debe responder el Estado al haberse agotado las reservas, es una de las razones que motivan el trámite de estas reformas. Igualmente se buscan soluciones para el ajuste a algunos fallos de la Corte Constitucional sobre los derechos adquiridos en

donde se ha declarado la inconstitucionalidad de algunas leyes que han pretendido disminuir este costo.

Con miras a tener una decisión incontrovertible que pueda contribuir a hacer sostenible el sistema se ha optado por constitucionalizar algunos temas del sistema pensional, con gran riesgo a mi juicio de convertir nuestra legislación y en particular la Constitución en un sistema totalmente inflexible en esta materia. Y es que creo que es un caso exótico en el mundo tener que recurrir a textos constitucionales para recortar las “expectativas” del régimen de transición y eliminar unas mesadas adicionales creadas u originadas en fallos anteriores.

Eso de un lado; pero del otro lado está el debate político. Es decir, como ya en nuestro sistema público la Institución que debe pagar esas pensiones se quedó sin reservas, obviamente el tema político que aparece sobre el horizonte es la posibilidad de “utilizar” los recursos de los fondos privados para resolver problemas de corto plazo. Las conclusiones que se escuchan son por ejemplo: ¿por qué no volvemos al sistema multipilar y les pasamos unas platas al régimen público para que así las cuentas fiscales y la caja se mejoren? Ese es el debate político en el que estamos.

Pues bien, bajo todo este entorno de debate jurídico y político, lo cierto es que hemos venido consolidando un adecuado sistema general de pensiones. Nuestro sistema de ahorro individual fue creado por la Ley 100 del año 1993. Al igual que Perú, llevamos más o menos el mismo tiempo y seguimos el modelo chileno. El mandato que el legislador nos dio es, obviamente, encontrar ese equilibrio entre la seguridad, la rentabilidad y la liquidez <sup>2</sup>para las pensiones de nuestros trabajadores y esos recursos deben ser

---

<sup>2</sup> “ARTICULO 100. Inversión de los Recursos. Con el fin de garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno a través de la Superintendencia Bancaria, previo concepto, que no será vinculante, de una comisión del Consejo Nacional Laboral o el organismo que haga sus veces.

En cualquier caso, las inversiones en Títulos de Deuda Pública no podrán ser superiores al 50 % del valor de los recursos de los fondos de pensiones, y dichos títulos deberán cubrir la desvalorización monetaria y permitir el pago de intereses reales que reflejen la tasa del mercado financiero, certificada por la Superintendencia Bancaria para períodos trimestrales.

La Superintendencia de Valores deberá definir los requisitos que deban acreditar las personas jurídicas que sean destinatarias de inversiones o colocación de recursos de los fondos de pensiones.

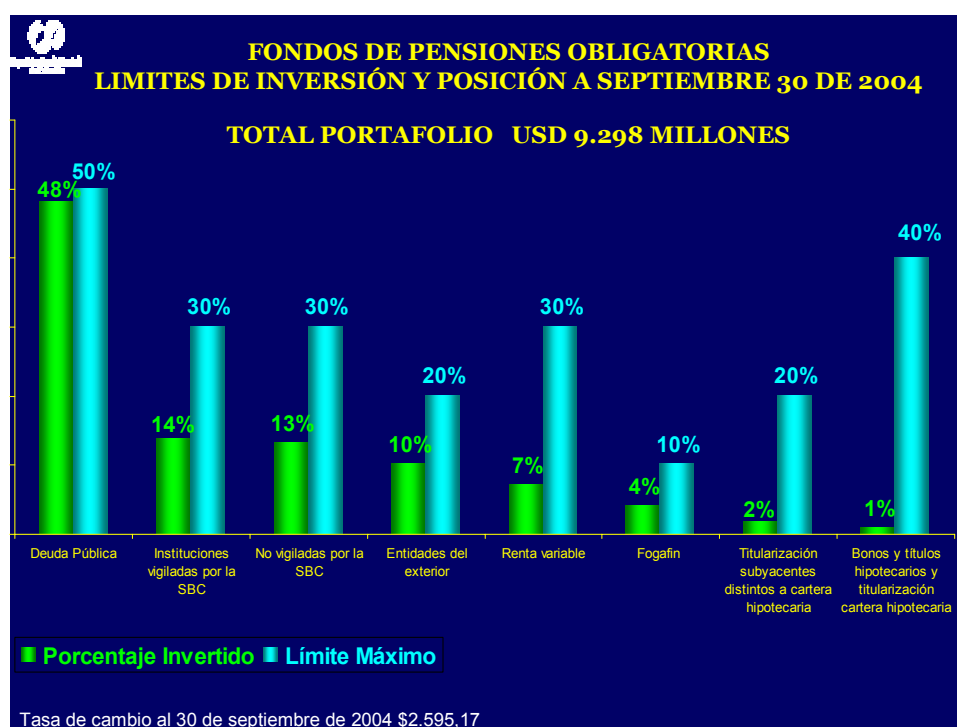
Cuando la Superintendencia de Valores autorice la colocación de recursos en el mercado de capitales o en títulos valores diferentes a los documentos oficiales de deuda pública, deberá exigir a los destinatarios, que cumplan con las normas destinadas a contener fenómenos de concentración de propiedad e ingresos.

El Gobierno podrá reglamentar las transacciones diferentes a la suscripción de títulos primarios, para que se efectúen por intermedio de las bolsas de valores.

Las administradoras de fondos de pensiones y cesantía de cualquier naturaleza podrán descontar actas y cartera en las condiciones y en la proporción que fije el Gobierno Nacional, para que en todo caso la inversión sea de máxima seguridad.”

administrados por las administradoras con base en los límites que establece el gobierno a través de la Superintendencia Bancaria.

En Colombia tenemos una Superintendencia Bancaria bajo cuya órbita están los seguros, los bancos, las AFP's, las fiduciarias y las casas de cambio. Bajo ese esquema tenemos un sistema de límites a las inversiones que establece la Superintendencia, con una sola excepción y es el límite a las inversiones en deuda pública interna y externa, nacional y territorial. De ahí que con tal límite de ley nos hayamos podido sustraer del debate de hacia donde dirigir las inversiones y proteger mejor los recursos de los pensionados. Eso ha permitido que la Superintendencia pueda hacer mejor su trabajo, ajena a los debates y solicitudes de quienes quisieran con estos recursos y a toda costa, estimular el mercado de capitales, dirigir las inversiones hacia un sector o hacia el otro o simplemente que con tales recursos se aumente la financiación del gasto público.



Los límites máximos que se establecen por parte de la superintendencia bancaria son límites globales por emisor, por emisión, sobre vinculados, bajo premisas de que nosotros no tenemos límites mínimos y las negociaciones deben hacerse en el mercado secundario a través de sistemas transaccionales.

También existe prohibición de invertir títulos emitidos por las administradoras, su matriz o sus subordinadas, a fin de prevenir conflictos de interés o concentración de riesgos.

Ahora bien, siguiendo la petición que me hizo nuestro presidente de AIOS para esta conferencia, en relación con hacer especial énfasis en exponer las fortalezas y las debilidades del régimen de inversiones de Colombia, he traído una visión somera sobre el tema.

Como supervisor uno siempre se hace la siguiente pregunta: ¿es que la regulación que tenemos está limitando de alguna manera mejorar la rentabilidad? ¿Será que la regulación es la que condiciona que haya recursos de una u otra forma y que en alguna forma estamos sacrificando una mejor rentabilidad que se traduce en una mejor pensión en aras de la seguridad? Y en ese examen permanente creo que nos movemos continuamente los supervisores cuando oímos y analizamos todas las solicitudes y peticiones de las AFP's, del legislativo, del mismo ejecutivo, de los que manejan la deuda pública, etc., para tratar de acertar y hacer esa canasta lo mejor posible para buscar el equilibrio entre la seguridad, la rentabilidad y la liquidez, que en ese orden fue establecido por nuestro legislador. No creo que haya sido una simple coincidencia. Allí se encuentra un mensaje muy claro de hacia dónde dirigirnos en materia de inversiones y de cómo afrontar la acción y la supervisión tanto de parte de los supervisados como del supervisor, respectivamente.

Creo que una de las principales fortalezas es que ya hay alguna historia recorrida en estos diez años. Analizando lo que ha sido este período, observando las experiencias ajenas, cuando se ve el debate que hay en Perú, el debate en Chile, lo acontecido en México, etc., entonces uno llega a la conclusión de que en realidad para nuestro país la autoridad que define el régimen es una fortaleza, le toca a la Superintendencia Bancaria y lo define por medio de una circular simplemente.

Podría pensarse entonces que este esquema en virtud del cual es a través de una circular que se define el régimen de inversiones, es frágil y puede ser cambiante fácilmente. Haciendo un examen de las grandes modificaciones que ha habido en el tema de inversiones, podemos concluir que los cambios que ha habido desde el año 1994 han sido sobre todo para adaptar el régimen de inversiones en el exterior y sólo ha habido tres cambios: en el 2001, en el 2002 y este año, en marzo<sup>3</sup>. En virtud de este último cambio ya no hay que hablar de inversiones en el exterior sino de títulos emitidos por entidades del exterior, para permitir que esas entidades del exterior también puedan emitir y colocar sus títulos en nuestro país. Igualmente se hacen algunas precisiones en torno a las inversiones en fondos mutuos de inversión del exterior, para que abarque no solamente los de renta fija sino también de renta variable. Igualmente no hay inscripción previa por parte del supervisor pero se les pide unas condiciones mínimas en cuanto al tiempo que lleven de creados o establecidos, en cuanto a los aportes, al músculo o respaldo con el que

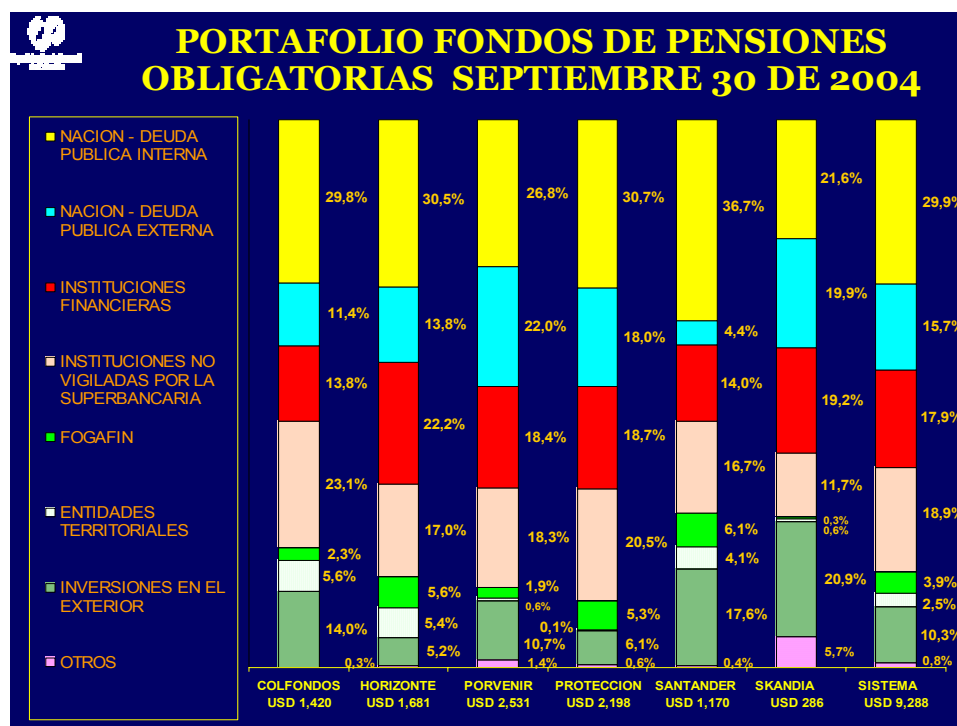
---

<sup>3</sup> Circular Externa 010 del 20 de marzo de 2001, Circular Externa 018 del 3 de abril de 2002 y Circular Externa 013 del 19 de marzo de 2004.

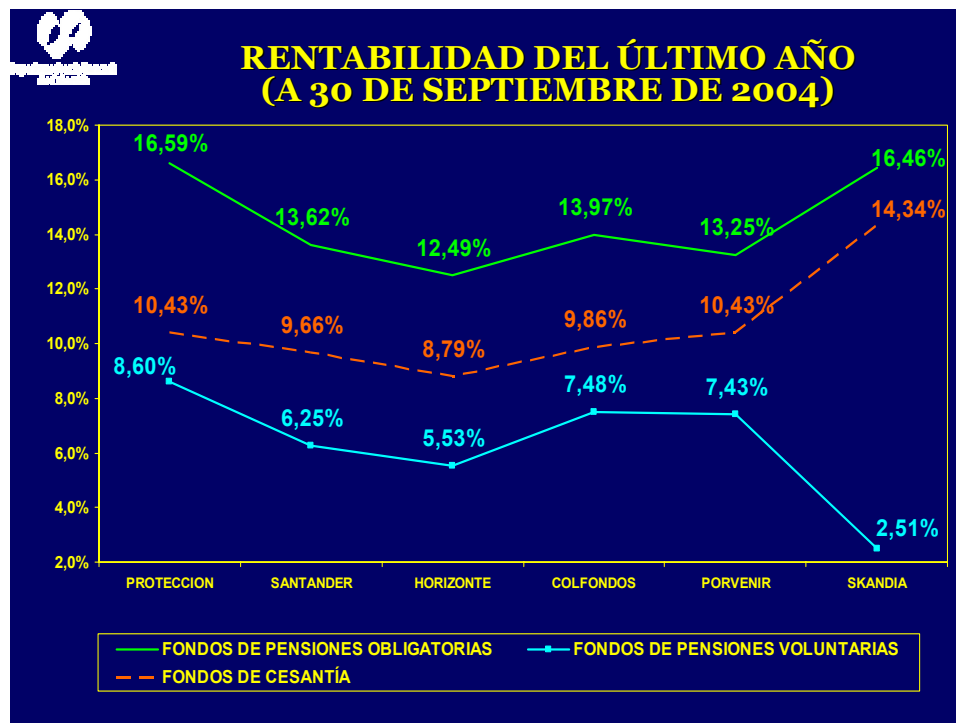
cuenten. Igualmente se les exige que estén supervisados y una serie de condiciones que garanticen de alguna manera la seguridad de los recursos allí invertidos.

Igualmente durante este tiempo se han introducido dos cambios en el régimen de inversiones, uno para el tema de acciones y otro para el tema de la inversión en deuda pública.

Siguiendo con el tema de las fortalezas, y en particular sobre la autoridad que define el régimen, creemos que esto ha permitido que podamos adaptarnos fácilmente a las circunstancias del mercado, a las circunstancias internacionales y aproximarnos a las necesidades del mercado pero de una manera más técnica y sin mayor debate político. Y eso también ha permitido que los límites máximos sean amplios y fáciles de determinar. Nosotros pensamos que estos límites, el modo como están establecidos, nos permite una diversificación y una estructuración de portafolios con baja correlación.



Vale la pena anotar que desde un principio, el esquema de inversiones colombiano contempla la posibilidad de inversiones en el exterior, inversiones en acciones e inversiones en renta variable en general. De ahí que podamos afirmar que los límites a las inversiones que rige actualmente no están provocando una pérdida de retorno frente a otras alternativas menos reguladas como podemos observarlo en la gráfica que se muestra a continuación.



Hemos hecho un ejercicio para poder comparar estos portafolios de los fondos obligatorios de pensiones con algún portafolio similar en busca de la respuesta a los interrogantes que había mencionado al comienzo de mi conferencia : ¿la supervisión que hace la Superintendencia está impidiendo que las personas tengan una mejor pensión? ¿La Superintendencia con sus normas está de alguna manera maniatando a los gestores para que hagan su mejor esfuerzo? ¿Es la regulación la causa de lo que hoy tenemos? Hay que hacer una precisión y es que cuando les hablo de que tenemos posibilidades de diversificación no estoy diciendo que nuestro portafolio sea diversificado eficientemente, lo es dentro de las posibilidades de un mercado que como el nuestro tiene muchas limitaciones.

Y es ahí que si uno compara los portafolios de los fondos voluntarios de pensiones (haciendo la salvedad de que en estos uno escoge su portafolio, pero aquí nos referimos a los agregados) con los obligatorios y con los portafolios de cesantías, o comparándolos aún con los portafolios de otros gestores de carteras colectivas, y los mismos portafolios del sistema financiero se ve que la diversificación es la misma, que el apetito por la deuda pública es la misma, que —salvo las limitaciones del sector financiero por invertir en acciones— el apetito por las acciones es el mismo, por los fondos de capital de riesgo es el mismo. Son unos portafolios similares y no es que sea el efecto manada de la rentabilidad mínima, ni de la fórmula cómo se calcula, ni de la regulación, ni de los límites, Son las limitaciones que nuestro propio mercado de capitales trae para todos los gestores de carteras colectivas y para todos los gestores de portafolios.

Entonces si uno pensara que con la regulación está contribuyendo a una menor rentabilidad, en la gráfica podemos ver como la rentabilidad para las pensiones voluntarias es mucho menor, advirtiéndole que las inversiones de los recursos de estas pensiones no tienen ninguna limitación en el exterior, ni en deuda pública, ni en fondos de capital privado, ni de riesgo, ni en renta variable. Solo tienen unas limitaciones por emisor y por emisión y, sin embargo, hemos visto que hoy tienen una rentabilidad menor a las rentabilidades reales que han tenido los fondos de pensiones obligatorias que tienen regulación y límites de rentabilidad mínima.

Otra de las fortalezas que tiene nuestro sistema es que de todas maneras permite un libre juego del mercado dentro de parámetros generales. ¿Qué quiere decir esto? Que el administrador del fondo es el que selecciona el fondo de inversiones internacional. Nosotros no tenemos inscripción previa de fondos, simplemente se les ponen unas condiciones mínimas a los fondos y el gestor es el que los busca en el mercado y si cumple los requisitos invierte en ellos bajo el límite que tiene. Nosotros acabamos de subir el límite de inversiones en el exterior del 10% al 20%, lo hicimos cuando el promedio de los fondos estaba en el 7%.

Recuerdo aquí el debate generado antes de adoptar esta medida. Existía el temor de que los fondos se volcaran a comprar este tipo de inversiones. La Superintendencia tenía la convicción de que este paso iba a ser, como evidentemente ha sido, gradual y no por la gradualidad de la norma como se ha discutido en este seminario sino por la acción pausada y estudiada de las administradoras. Esta fue una decisión ampliamente debatida por el sector público y el sector privado, en atención al impacto que pudiera tener, bien por el temor de que se presentara una presión contra la divisa, o por el desplazamiento del ahorro nacional para el exterior dejando sin financiamiento el sector interno de nuestro país. Igualmente se le dio publicidad previa a la medida a través de la página *Web*. Se recibieron comentarios. Se hizo un ejercicio amplio de discusión. El tema de la tasa de cambio de las exportaciones era un tema que se debatía diariamente y donde el Presidente solicitaba a la Junta del Emisor su intervención para frenar la tendencia revaluacionista que hoy persiste en todos nuestros países. Y justo en ese momento nosotros sabíamos que teníamos que sacar la norma. La Superintendencia envió a la junta directiva del Banco de la República sustentadas las razones de la medida que se pretendía adoptar. Lo que algunos vaticinaban era que podría presentarse una demanda excesiva de dólares por parte de los fondos para hacer de una este tipo de inversiones. Nosotros éramos de la opinión que esto no iba a ocurrir, pues creemos en la profesionalización de los administradores de fondos de pensiones y creemos que es una industria que responde de verdad a las expectativas en ese punto, y van muy despacio, no han subido sino un 1%, van poco a poco y se ha ido llenando este espacio abierto por la ley. No hubo que ponerle una gradualidad a la norma como se ha aconsejado a lo largo de este seminario. Las mismas administradoras lo han hecho de manera gradual. Tienen aun un margen grande, hasta el 20% del valor del fondo. La norma se tomó desde marzo



y lo están estudiando, y aquí hay presente un presidente de una AFP que al preguntarle sobre el tema, reafirma que hay que ir despacio.

Otra de nuestras fortalezas es lo que toca con la valoración de las inversiones a precios de mercado. Esta valoración la realiza cada administradora. La Superintendencia expide una norma de cuáles son los parámetros generales que cada entidad debe utilizar. Esta valoración a precios de mercado existe desde 1995 y desde hace un buen tiempo es general para todas las entidades, independientes de quien las vigila se hace la valoración a precios de mercado. No hay límite del VaR, pero si tenemos la obligación de calcularlo para efectos de control y vamos a estudiar cuál va a ser la relación que se haga. Obviamente, a nosotros nos asalta el mismo temor que a ustedes en relación con la publicidad que se dé al público sobre el VaR. Hay que ser cuidadosos y analizar este tema para evitar que una revelación obligada de datos innecesarios pueda generar una presión o una gestión a muy corto plazo por parte de las AFPs. Este tema estamos mirándolo con cuidado en nuestro país.

Una fortaleza adicional de nuestro régimen es la calificación de riesgo crediticio la cual es establecida por una calificadora de riesgos que es independiente, y una de las modificaciones que la Superintendencia acaba de introducir en la norma atrás indicada es pasar de una calificación de doble A- a grado de inversión. (BBB-)

Para terminar, quiero mencionar también algunas debilidades de nuestro régimen.

La primera es que tenemos una competencia en los títulos de deuda pública y es una de las razones que ha impedido que nuestro mercado de capitales se desarrolle. El Estado sale a competir fuertemente. Así nos lo acaba de decir una misión del Banco Mundial que confirmó que no era la regulación la que hacía que nuestros portafolios estuvieran concentrados en deuda pública, es la competencia del Estado, la demanda por esos títulos para financiarse.

Tenemos igualmente el problema de la falta de profundidad del mercado, donde tenemos falta de liquidez y falta de oferta de títulos. Las ofertas públicas del 2003 alcanzaron 1.404 millones de dólares, cuando los aportes de sólo ese año fueron de 1.656 millones de dólares. Esa fue una de las justificaciones que le dimos a la Banca Central, y al mercado en general, acerca de la necesidad de subir el límite al 20%.

Otra debilidad que tenemos hoy es que nuestro sistema no permite la diferenciación de portafolios. Tenemos que ir hacia los multifondos, pero tenemos que ir con cuidado por dos razones. La primera, porque todavía tenemos un problema de información grande en nuestro sistema, ocasionado en que tenemos los dos sistemas —el de prima media y el de capitalización— tenemos un fenómeno que se denomina de las multivinculaciones a los dos sistemas, es decir, tenemos a la misma persona en las bases de datos de los dos

regímenes y estamos todavía resolviéndolo porque nuestro sistema público venía desde antes con unas fallas gigantescas de información. No podemos hacer el tránsito hacia los multifondos mientras no sepamos quiénes están en el régimen exactamente.

Adicionalmente creemos que la falta de profundidad de nuestro mercado nos puede generar una sobrevaloración de los activos internos, lo que iría en desmedro de los afiliados. De ahí que revisaremos con cuidado la experiencia chilena de los multifondos al igual que lo el desarrollo de lo que acontezca en Perú y México con las recientes reformas sobre el particular.

Por último quiero hacer una precisión sobre una de nuestras ventajas que podría convertirse en una debilidad. Es la ausencia de contrapesos suficientes para definir el régimen de inversiones cuando no haya un supervisor técnico. Esto no es lo que ha acontecido en estos diez años, pero dada la “flexibilidad de las normas” para cambiar los límites de inversión, existiría en un momento determinado el riesgo de sucumbir a las presiones y establecer límites mínimos o dirigir las inversiones a obras de infraestructura, vivienda de interés social, financiación de microempresas o a sectores de interés de un gobierno o sector determinado en desmedro de la ley y de los afiliados. Afortunadamente ni la ley ni la estructura técnica de la Superintendencia permiten acciones similares y quienes han estado y actualmente estamos al frente de estos temas, hemos sido conscientes de la gran responsabilidad que el legislador ha depositado en el Supervisor.

Muchas Gracias.