

**IMPACTO FINANCIERO DE LAS FLUCTUACIONES DE MERCADO DE LOS TÍTULOS
DE TESORERÍA NACIONAL EN LOS PORTAFOLIOS DE LOS FONDOS DE
PENSIONES**

**LEYDI JOHANNA OSPINA VEGA
LINA MARÍA RODRÍGUEZ GUTIÉRREZ**

**UNIVERSIDAD DEL VALLE
FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN
CONTADURÍA PÚBLICA
PALMIRA
2010**

**IMPACTO FINANCIERO DE LAS FLUCTUACIONES DE MERCADO DE LOS TÍTULOS
DE TESORERÍA NACIONAL EN LOS PORTAFOLIOS DE LOS FONDOS DE
PENSIONES**

**LEYDI JOHANNA OSPINA VEGA
LINA MARÍA RODRÍGUEZ GUTIÉRREZ**

Monografía

**Asesor
Mauricio Alejandro Jaramillo Parra
Docente**

**UNIVERSIDAD DEL VALLE
FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN
CONTADURÍA PÚBLICA
PALMIRA
2010**

Evaluación de jurados

Jurado

Jurado

Palmira, Junio de 2010

DEDICATORIA

A Luz Elena, Alba María, Julián, Ricardo “Chata”, Gloria, Campo, Oscar, Deisy y a nuestros familiares y amigos cercanos que durante toda una vida nos han brindado su amor y comprensión. Que en los momentos en que sentíamos desfallecer, nunca dejaron de creer en nuestras capacidades, nos brindaron sus palabras de aliento y nos ayudaron a retomar el camino que nos ha permitido alcanzar este logro.

A todos ellos dedicamos este triunfo con la certeza de que su apoyo ha sido un pilar fundamental de esta etapa de nuestra vida y con confianza nos sentimos preparadas para continuar llevando en alto las experiencias compartidas, experiencias que nos han permitido crecer espiritual y profesionalmente.

“El éxito alcanzado nos pertenece a todos y con todos queremos compartirlo”

AGRADECIMIENTOS

A Dios por la sabiduría y el amor infinito que nos permitieron cumplir los propósitos emprendidos. Por la vida misma, por nuestro entorno y por haber puesto en nuestro camino este conjunto de personas maravillosas que por siempre llevaremos en nuestros corazones.

A Mauricio, José Olivar y Herman por su excelencia como maestros y amigos y por su guía en la realización de esta investigación.

A la Universidad del Valle, sus docentes y directivos, que durante toda esta carrera nos han impartido sus conocimientos, su apoyo y su comprensión.

A nuestros compañeros que han hecho parte de este proceso formativo, que las experiencias y conocimientos compartidos han sido fundamentales en la formación del profesional que hoy llevamos dentro.

A nuestras familias por su apoyo incondicional, por la comprensión en las ausencias y por el amor entrañable que dio las fuerzas para continuar adelante.

A nuestros amigos por su compañía y sus palabras de aliento cuando más las necesitamos, por los momentos compartidos, porque su presencia nos ha llenado de alegría y los lazos de amistad nos han fortalecido cada día más.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN

CAPÍTULO I	1
1. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	1
1.1. TÍTULO DEL PROYECTO.....	1
1.2. ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN	1
2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	3
2.1 APROXIMACIÓN AL PROBLEMA	3
2.2. HIPÓTESIS	4
2.3. SISTEMATIZACIÓN.....	4
2.4. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	5
3. OBJETIVOS	6
3.1 OBJETIVO GENERAL	6
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	6
4. JUSTIFICACIÓN	7
5. MARCO DE REFERENCIA.....	9
5.1 MARCO HISTÓRICO	11
5.2 MARCO CONCEPTUAL.....	16
5.3 MARCO LEGAL	32
5.4 MARCO CONTEXTUAL	48
6. ASPECTOS METODOLÓGICOS	49
6.1 TIPO DE ESTUDIO	49
6.2 MÉTODO DE INVESTIGACIÓN.....	49
6.3 FUENTES Y TÉCNICAS PARA LA RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN	50
6.4 POBLACIÓN	50
6.5. PRESENTACIÓN DE LA INFORMACIÓN	51
6.6. INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN	51
CAPÍTULO II	53
7. HISTORIA Y DESARROLLO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN COLOMBIA Y SU PORTAFOLIO DE INVERSIONES.....	53
7.1 DESARROLLO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN COLOMBIA	53
7.2 CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES EN LOS FONDOS DE PENSIONES.	60
7.3 COMPORTAMIENTO DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LOS ÚLTIMOS AÑOS	60

7.4 COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DE LA RENTABILIDAD DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN.....	67
CAPÍTULO III	76
8. PANORAMA GENERAL DE LOS TÍTULOS DE TESORERÍA NACIONAL (TES) EN COLOMBIA ENTRE LOS AÑOS 2000 – 2008.....	76
8.1 CARACTERÍSTICAS DE LOS TES.....	76
8.2 COMPORTAMIENTO ECONÓMICO DE LOS TES	78
8.3 COMPORTAMIENTO LOS TES EN EL MERCADO FINANCIERO	79
8.4 ESTADÍSTICAS DE LA RENTABILIDAD DE LOS TES	80
CAPÍTULO IV.....	85
9. ANÁLISIS DEL IMPACTO FINANCIERO DE LAS FLUCTUACIONES DE MERCADO DE LOS TES EN LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN DE FONDOS DE PENSIONES	85
9.1 ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN	85
CONCLUSIÓN	92
RECOMENDACIÓN	96
BIBLIOGRAFÍA.....	98
ANEXOS	100

TABLA DE GRÁFICAS

<i>Gráfica N° 1. Composición Portafolio de Inversiones y carteras colectivas -----</i>	<i>61</i>
<i>Gráfica N° 2. RAIS - Régimen de ahorro individual. Inversiones de los recursos vs limites -----</i>	<i>62</i>
<i>Gráfica N° 3. RAIS - Régimen de ahorro individual. Inversiones de los recursos -----</i>	<i>63</i>
<i>Gráfica N° 4. Evolución de la composición del portafolio de Pensiones Obligatorias ----</i>	<i>63</i>
<i>Gráfica N° 5. Evolución del Valor de las acciones en el total de portafolios -----</i>	<i>64</i>
<i>Gráfica N° 6. Inversión En Acciones Por Sectores a 31/03/2009-----</i>	<i>65</i>
<i>Gráfica N° 7. RAIS – Fondos de Pensiones Obligatorias. Inversiones de los recursos vs limites en depósitos a la vista, repos y transferencia temporal de valores al 31 de marzo de 2009.-----</i>	<i>66</i>
<i>Gráfica N° 8. La reforma financiera: Los multifondos. Límites de inversión por clase de activo -----</i>	<i>67</i>
<i>Gráfica N° 9. Inflación anual al consumidor y metas -----</i>	<i>68</i>
<i>Gráfica N° 10. RAIS - Régimen de ahorro individual. Evolución rentabilidad acumulada -----</i>	<i>68</i>
<i>Gráfica N° 11. Evolución rentabilidad real anual durante el 2007-----</i>	<i>70</i>
<i>Gráfica N°12. Impacto de la Crisis en Colombia y Países con Multifondos -----</i>	<i>70</i>
<i>Gráfica N° 13. Impacto en los afiliados y pensionados que asumen el riesgo financiero... Lo que ven los afiliados y pensionados (pérdidas en el corto plazo) -----</i>	<i>71</i>
<i>Gráfica N° 14. Impacto en los afiliados y pensionados que asumen el riesgo financiero... Lo que ven los afiliados y pensionados (Rentabilidad positiva en las AFP y negativa en FPO en periodos cortos) -----</i>	<i>72</i>
<i>Gráfica N° 15. Impacto en los afiliados y pensionados que asumen el riesgo financiero... Lo que NO ven los afiliados y pensionados (Utilidades en el largo plazo) -----</i>	<i>73</i>

<i>Gráfica N° 16. Impacto de la Crisis en Colombia y Países con Multifondos -----</i>	<i>74</i>
<i>Gráfica N° 17. Proyección del déficit pensional hasta el año 2017 -----</i>	<i>74</i>
<i>Gráfica N° 18. Curva de Rentabilidad TES Tasa Fija-----</i>	<i>81</i>
<i>Gráfica N° 19. Tasas nominales de interés: TES (Mercado secundario) -----</i>	<i>83</i>

LISTA DE TABLAS

<i>Tabla Nº 1. Como Ha Influido La Normatividad En El Desarrollo De Los Fondos De Pensiones</i>	46
<i>Tabla Nº 2. Publicación rentabilidad de los Fondos de Pensiones Obligatorias y de Cesantía a Septiembre de 2009.</i>	69
<i>Tabla Nº 3. Datos Histórico TES</i>	82

LISTA DE ANEXOS

ENTREVISTA 1	100
Martha Lucía Tamayo	100
ENTREVISTA 2	102
Javier Cerezo	102
ENTREVISTA 3	104
Diego Alberto Paredes	104
ENTREVISTA 4	107
Charles Angelo	107
ENTREVISTA 5	109
Herman Sánchez Arteaga	109
ENTREVISTA 6	111
Ángela Chamorro	111
ENTREVISTA 7	113
Alberto Gómez	113
ENTREVISTA 8	115
Andrés Figueroa	115
ENTREVISTA 9	118
Mauricio Jaramillo Parra	118
ENTREVISTA 10	120
Hugo Jaramillo	120

INTRODUCCIÓN

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) funcionan como entidades captadoras del ahorro de los trabajadores de nuestro país; estos recursos son invertidos a través de sus portafolios de inversión, a su vez, regulados por el Estado. La función principal de estos intermediarios es valorizar los recursos de sus ahorradores por encima del crecimiento de la inflación, de forma que al recibir la pensión cuando culminan su ciclo laboral no hayan perdido poder adquisitivo en el mercado.

Dentro del portafolio de inversión de las AFP, se encuentran los TES clase A, los cuales son títulos valor emitidos por el Estado como un instrumento macroeconómico de regulación de la inflación. La concentración de estos títulos en los portafolios de inversión de las AFP es alta debido a dos factores: el primero, están obligados a adquirirlos mediante Circular externa 017 de la Superfinanciera de Colombia; el segundo, por tratarse de inversiones cero riesgo son bastante atractivas para la Administración de los Fondos.

Sin embargo, la rentabilidad de los TES está sujeta a la inflación, ley de demanda y oferta del mercado de valores y a los ciclos económicos del país. Esto se ve reflejado en las fluctuaciones que sufren las inversiones cuando dichos factores varían. Es decir, Cuando la inflación es alta, los títulos dejan de ser atractivos para las sociedades inversoras y ocurre lo contrario cuando la inflación es baja. Estos efectos repercuten en el ahorro de los afiliados a las AFP cuando acuden a liquidar la pensión que les corresponde.

El fin del presente trabajo es analizar los factores que han afectado la rentabilidad en inversiones en TES de los portafolios de las AFP y cómo esto impacta el ahorro de los trabajadores que mensualmente aportan a estos Fondos.

Se pretende construir una herramienta de análisis que permita a las personas que no conocen el manejo de sus ahorros en las AFP, tomar una decisión acertada en el momento de pedir la liquidación de su pensión. Esto permitirá sacar un mayor provecho de la rentabilidad que pueden ofrecer estos Fondos de Inversión.

CAPÍTULO I

1. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1. TITULO DEL PROYECTO

Impacto financiero de las fluctuaciones de mercado de los títulos de tesorería nacional en los portafolios de los fondos de pensiones.

1.2. ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN

Los títulos de Tesorería –TES- fueron introducidos como mecanismo de financiación interna del gobierno nacional mediante la Ley 51 de 1990, con el objetivo de ser utilizados para que la Nación financie su endeudamiento interno y son adquiridos en buena medida por los fondos de pensiones privados por ser considerados los papeles más seguros en el mercado por su calificación como cero riesgo, ya que son títulos emitidos por el estado. De hecho, estas entidades son las mayores tenedoras de esos bonos de deuda oficiales.

Pero más allá del uso que la Nación le está dando al ahorro de los trabajadores, lo que más les importa a los afiliados y a las Administradoras de Fondos de Pensiones, es que sus pensiones tengan una rentabilidad positiva y que su capital no se reduzca; lo cual, a pesar de la buena utilidad que han dado en el pasado, no se ha logrado estabilizar en los últimos años.

Frente al tema de las pensiones, la finalidad consistió en entregarle al sector privado los ahorros pensionales en Colombia, estableciendo un sistema dual, donde se mantuvo un régimen solidario gestionado por el Instituto Colombiano de los Seguros Sociales (ISS) y unos fondos privados que están encargados de un régimen de ahorro individual. El hecho es que desde la creación de este sistema, a través de la Ley 100 de 1993, el mensaje ha sido claro: la viabilidad financiera del Instituto de Seguros Sociales en el futuro es incierta. La conclusión obvia ha sido que los trabajadores de altos ingresos y los jóvenes deben cotizar a los

fondos privados y labrarse así su propia pensión, a tal punto que a julio del 2007, el Instituto de Seguros Sociales sólo disponía del 2.3% de las pensiones obligatorias en el país.

Esta estrategia ha generado un juego bastante costoso para las finanzas públicas, pues el Estado (o sea el Instituto de Seguros Sociales) debió girarle a los Fondos privados los bonos pensionales a su haber que a la fecha correspondían de acuerdo con la información financiera del Instituto de Seguros Sociales, dinero que infortunadamente no estaba disponible en caja, por lo que se debió recurrir al mercado de capitales (específicamente a los títulos de endeudamiento TES) para cumplir con el mandato, hechos que se sumaron a los cambios institucionales de la época elevando de manera vertiginosa el endeudamiento interno del país.

Desafortunadamente, este proceso no es gratuito, el negocio consistió en permitirle utilizar a los Fondos un dinero que el Estado administraba para soportar las pensiones de los trabajadores. El Estado lo entrega, pero en un esquema de mercado lo retoma a través de los TES, ahora si pagando una tasa de interés (esta suele estar atada a la inflación más un spread o margen de rentabilidad que debe ser alto para “seducir” al mercado de inversión), los fondos administran estos recursos y se cobran una cuota de administración, proceso que parece lógico, al fin y al cabo es un negocio, ellos requieren sufragar gastos, que a propósito suelen ser un tanto exagerados en publicidad y mercadeo por eso de atraer los clientes, y dejar una rentabilidad que debe ser lo suficientemente atractiva como para que el capital privado se mantenga en el negocio.

2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

2.1 APROXIMACIÓN AL PROBLEMA

Los fondos de pensiones son una característica reciente del sistema financiero que coincide con la dominación de instrumentos financieros no bancarios que incrementó drásticamente la liquidez financiera y modificó el comportamiento de los agentes financieros, la valorización del capital se desplazó desde el sector productivo al sector financiero, particularmente al mercado de capitales, donde los inversionistas ocupan un papel fundamental en tanto oferentes de ahorro y cuya función es demandar títulos financieros.

Los fondos de pensiones deben incrementar el valor de los ahorros o al menos mantener su poder adquisitivo, mediante la inversión en títulos que capten parte de las ganancias que se generan en el mercado.

En un mercado de capitales, los fondos de pensiones asumen un papel fundamental porque recolectan el ahorro, que deben valorizar y retornar a las personas al concluir su vida laboral, los trabajadores ceden a lo largo de toda su vida una proporción de su ingreso, este ingreso no consumido o sea, el ahorro, es de largo plazo, en tanto se entregará al trabajador al final de su vida activa; las empresas con el ahorro de los trabajadores, financian su inversión, crean empleos, y el ingreso y el ahorro aumenta, esa es la perspectiva que tienen los fondos de pensiones, pero con sus inversiones en los TES (títulos de tesorería nacional) todo cambia, debido a los factores macroeconómicos que afectan la rentabilidad de los mismos, pues los principales afectados son los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias, que redimen su pensión en el momento en que la rentabilidad de los TES son bajos.

En Títulos de Tesorería (TES), están invertidas la mayoría de las pensiones obligatorias y las cesantías de los colombianos que manejan Porvenir, Protección, Horizonte, Skandia, ING y Citi Colfondos.

A esas entidades están afiliados más de 8,7 millones de colombianos que vieron durante el año 2008 como el capital y los rendimientos de sus depósitos mostraron un comportamiento inestable.

2.2. HIPÓTESIS

Ya que los TES son títulos emitidos por el estado, para los fondos de pensiones es más seguro invertir en este tipo de valores.

Existen otro tipo de variables macroeconómicas que impactan en la rentabilidad de los TES y por la concentración que se tiene en los portafolios de inversión de los fondos de pensiones, cualquier cambio en estas variables impactan en la rentabilidad.

El impacto de las fluctuaciones en los portafolios de los fondos de inversiones no es solo en los ahorradores de los fondos de pensiones, sino también, en economía del país en general.

Las fluctuaciones de los TES en los portafolios de los fondos de pensiones no incrementa la rentabilidad de los afiliados a los fondos de pensiones

2.3. SISTEMATIZACIÓN

¿Cómo han afectado las fluctuaciones de mercado de lo de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones a las personas que tienen sus aportes en los mismos?

¿Las fluctuaciones en los portafolios de inversión de los fondos de pensiones, son en gran parte, por las inversiones en los TES, que es donde se encuentra la mayor concentración de las inversiones?

¿Cuáles son los factores que influyen para que se presenten este tipo de fluctuaciones?

2.4. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

¿Cuál es el impacto financiero de las fluctuaciones de mercado de valores en los portafolios de los fondos de pensiones obligatorias colombianos concentrados en Títulos de Tesorería Nacional?

3. OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GENERAL

Describir el impacto financiero de las fluctuaciones del mercado en los TES en los portafolios de los fondos de pensiones en Colombia.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analizar el comportamiento histórico de la rentabilidad de los portafolios de inversión
- Definir los factores que poseen mayor incidencia en la rentabilidad de los TES, y que puedan estar afectando el portafolio de inversiones de los fondos de pensiones.
- Determinar las consecuencias de las fluctuaciones de los TES para los ahorradores de los Fondos de pensiones.

4. JUSTIFICACIÓN

En el desarrollo de la profesión del contador público, es de gran importancia el avance de esta investigación, en la medida en que permite poner en práctica los conocimientos adquiridos en el área financiera y específicamente en lo que respecta al estudio y análisis del impacto financiero generado por los títulos de tesorería nacional en el portafolio de los fondos de pensiones.

Para la disciplina contable, la investigación podrá servir como fundamento para estudios e investigaciones futuras que tengan relación con el comportamiento de los Títulos de Tesorería Nacional y su incidencia en los fondos de pensiones voluntarias y obligatorias. En el desarrollo de la profesión contable no se pueden dejar a un lado todos los factores que afecten la situación financiera de las personas y empresas a las cuales se prestan servicios y asesorías, el entendimiento de estos factores lleva un adecuado conocimiento de la disciplina contable que repercute en el beneficio de los usuarios de la información, en calidad y valor agregado para los mismos.

En cuanto al campo universitario, el desarrollo de la investigación aportará fundamentos teóricos que se podrán convertir en parte de las cátedras impartidas a los estudiantes de pregrado; es importante considerar que la integración de este tipo de experiencias en el aula de clase puede enriquecer los conocimientos y aptitudes de los estudiantes e incentivarles en la continuación de investigaciones relacionadas que servirán para la explicación y formulación de teorías en el sector económico-financiero de nuestro país.

Esta investigación también reviste un interés general para la ciudadanía, ya que para la sociedad colombiana es importante conocer la incidencia que este tipo de actividades financieras tiene en la economía de cada individuo que tenga una relación laboral con las empresas de nuestro país (afecta directamente los intereses percibidos en los ahorros de pensiones que posean), le ayudará a la toma de decisiones correctas cuando de retirar o mantener sus ahorros en los fondos de pensiones de Colombia se trata.

Finalmente, partiendo de estas consideraciones, se pretende enriquecer el conocimiento tanto teórico como práctico con el desarrollo de la investigación acerca del impacto financiero que afecta los fondos de pensiones por las fluctuaciones de mercado de los Títulos de Tesorería Nacional.

5. MARCO DE REFERENCIA.

Teniendo en cuenta los reportes de Bancos, Grupos Financieros y textos sobre cómo incide el comportamiento de los TES en los Fondos de Pensiones, la presente investigación se direccionará a conocer cuáles son los aspectos que influyen sobre la rentabilidad de los TES, la cual está dada por las condiciones que presente el mercado de estos títulos que van a tener dos características esenciales: primero, están atados a la inflación, y segundo, mes a mes deben valorarse a precio de mercado, es decir, si la inflación baja los títulos ganan valor y los fondos pueden mostrar ganancias caso contrario si la inflación sube; los títulos pierden al valorarse a precios de mercado traduciéndose en un menor valor de fondos; este efecto se ve al calcular la tasa real de los títulos.

Los diferentes cambios en la economía colombiana a través del tiempo hacen que surja la inquietud por conocer e indagar acerca de los fondos de pensiones, siendo este un modelo copiado del modelo chileno. Teniendo en cuenta los resultados positivos, es importante conocer la participación de los títulos de deuda pública en el portafolio de los fondos de pensiones y así contribuir con un aporte de interés público a la comunidad en general o en su defecto, a los especialistas en estos temas.

La mayoría de los colombianos al recibir su extracto de pensión y comparar el saldo actual con el anterior, encuentran una disminución que se explica por las rentabilidades negativas que se presentan en el mercado.

Ante un escenario como este, cabe preguntarse si existen otras alternativas al alcance de los fondos para que estos eviten el impacto negativo en sus portafolios. Para dar respuesta a este interrogante se deben tener en cuenta los siguientes elementos:

Los fondos de pensiones obligatorias manejan en Colombia una importante cifra de dinero, para el cual las opciones de inversión en una economía como la colombiana son limitadas. De esta manera, un fondo de pensiones dispone de las siguientes alternativas de inversión para sus portafolios:

- El mercado de deuda pública: Compuesto principalmente por los Títulos de Estado (TES), emitidos por el Gobierno, bonos de empresas públicas, entre otros:
- Mercado de deuda privada: Bonos de empresas, Sector financiero (CDTS y Bonos)
- Mercado accionario: Acciones de las empresas colombianas inscritas en bolsa
- Mercado Internacional: Títulos de renta fija y renta variable internacional.
- Titularizaciones
- Fiduciarias y otros.

Por ley, los fondos de pensiones obligatorias tienen unos límites máximos para invertir en las anteriores alternativas. Así, los límites más importantes en los que los FONDOS pueden invertir son:

1. Máximo el 50% del portafolio en deuda pública.
2. Máximo el 30% en bonos corporativos.
3. Máximo el 40% en titularizaciones.
4. Máximo el 30% en sector financiero.
5. Máximo el 30% en acciones.
6. Máximo el 5% en fondos comunes ordinarios, especiales o de inversión nacionales.
7. Máximo el 2% en cuentas bancarias.
8. Máximo el 20% en el exterior.¹

Los fondos de pensiones destinan una parte importante de sus portafolios al mercado de deuda pública, en especial los Títulos de Estado (TES), donde tienen un límite de inversión mayor y donde pueden colocar el dinero con un buen equilibrio entre seguridad y rentabilidad.

Las variaciones en las rentabilidades que ofrecen los diferentes fondos de pensiones en Colombia, dependen, además de los cambios de precios y tasas, de los porcentajes de inversión que realicen en cada alternativa, respetando eso sí, los límites máximos de inversión establecidos y el tipo de títulos que adquieran.

¹ CIRCULAR EXTERNA 017 DE 2007 de la superintendencia financiera de Colombia

5.1 MARCO HISTÓRICO

El Libertador tal vez fue quien primero habló de Seguridad Social en su discurso de Angostura, en febrero de 1819 al decir: "el sistema de gobierno más perfecto es el que comparta mayor cantidad de bienestar, de seguridad social y de estabilidad política"².

Mediante ley 9 de 1843 se estableció un fondo con los descuentos de los sueldos y pensiones de los generales, y demás miembros de las fuerzas armadas quienes se convirtieron en los primeros en gozar del beneficio del bienestar social.

El gobierno quiso unificar el sistema de protección integral de los militares y sus familias en una sola institución. Para ello contrató una misión suiza que después de largos y pormenorizados estudios, estructuró las bases de la Caja de Sueldos de Retiro de las Fuerzas Militares, creada mediante el artículo 8º de la ley 75 de 1925, ésta caja debía conceder sueldos de retiro a los militares que llenaran los requisitos básicos establecidos en la misma ley

Ley 29 de 1905 propuso un régimen de pensiones a favor de los magistrados principales de la Corte Suprema de Justicia, mayores de sesenta años, con derecho como pensión de jubilación, a la mitad del sueldo del último empleo que hubieren ejercido.

Más adelante, el gobierno puso orden a la legislación existente y teniendo en consideración el auge de los seguros sociales en Alemania y diferentes países de Europa y América, y frente al éxito de los seguros comerciales se presentó a consideración del parlamento un proyecto de ley sobre seguros de trabajo, mediante la cual se autorizaba al gobierno para fundar una caja de Seguro de Trabajo ya fuera como entidad oficial o como sociedad en la cual, entre el gobierno en calidad de accionista, contratando la fundación de dicha caja con alguna compañía de seguros. Dicha caja, Parecía cubrir únicamente a los trabajadores particulares y tenía además, una estructura esencialmente comercial, a un aumento considerable de personas aseguradas se siguió una disminución considerable en el costo de las primas. Esta caja debía cubrir los riesgos de

² JIMÉNEZ A. Jorge Andrés. LONDOÑO, Stevenson. ESTRADA CARO, Lina María. Historia de la Seguridad Social en Colombia.

invalidez, vejez, enfermedad y muerte, y también los cuidados de la maternidad de la obrera y de la mujer del obrero.

Más tarde, en 1923, se presentó otro proyecto sobre la creación de la Caja de Indemnizaciones Obreras como dependencia del Banco de la República, con el fin de garantizar y hacer efectivo, en forma práctica para el patrón y el obrero, el servicio de indemnizaciones por accidentes de trabajo y seguro colectivo. En el mes de septiembre de 1930 el doctor Francisco José Chaux, como ministro de Industrias, presentó un proyecto de Código del Trabajo y se autorizó al gobierno para fundar la Caja de Seguros del Trabajo, pero éste proyecto padecía de un defecto: consideraba la Caja como institución de lucro.

En el año de 1931 se presentó un proyecto de ley, mediante la cual se creó bajo la dependencia del ministerio de Industrias, el Fondo de Previsión Social. En el año de 1933 un nuevo proyecto de ley concedió unas facultades extraordinarias al ejecutivo nacional para la creación de un Instituto de Previsión Social que se ocupara de establecer el seguro social obligatorio, de cumplir y hacer cumplir toda la legislación social que exista al tiempo de su fundación sobre seguros sociales, públicos y privados, seguros colectivos e individuales, accidentes de trabajo, sueldos y pensiones de retiro, vacaciones remuneradas, inmovilidad, recompensas y auxilios.

En Julio de 1935, mediante otro proyecto de ley, se ordenó establecer una caja de seguros sociales. En éste mismo año, se formuló un proyecto muy importante sobre ahorro obligatorio de los empleados y obreros y se creó la Caja de Ahorro y Previsión Social. Este proyecto tuvo éxito y se convirtió en la ley 66 de 1936. En agosto de 1936 se presentó reforma a la ley de accidentes de trabajo y se dictaron disposiciones sobre jubilación y bonificación de retiro. En octubre de 1936 se creó la Caja de Seguros Sociales dependiente del Ministerio de Industrias para cubrir los riesgos de enfermedad, invalidez prematura, vejez, maternidad, desempleo o cesantía voluntaria, muerte y contribuye a soportar los gastos de las familias numerosas.

La parte importante de este proyecto estuvo en la cobertura familiar, en los servicios asistenciales y en la unificación del campo de aplicación, pues de manera expresa ordenaba que ingresaran a ella todos los asalariados, fueran

oficiales o particulares, que trabajaren dentro del territorio de la República y cuyo salario no superara cantidad de dos mil cuatrocientos pesos anuales.

La ley 51/90 dispuso dos tipos de TES: los **TES clase B** cumplen con los siguientes objetivos: desarrollar y profundizar el mercado de capitales colombiano, incentivar el ahorro interno a largo plazo, informar al mercado financiero sobre las expectativas y precios por plazo, implementar una curva de rendimientos dentro del mercado que permite su profundización, atraer inversionistas institucionales y ser instrumentos para las operaciones monetarias (operaciones de mercado abierto del banco central a partir de 1999).³

El Título **TES Clase A** fue expedido el 4 de julio de 1.991 a la orden del Banco de la República, quien en cualquier momento lo podría fraccionar para colocarlo en condiciones de mercado, igualmente podían ser utilizados para hacer Operaciones de Mercado Abierto.

En cuanto a la deuda en TES Clase A, se procedió a sustituirla por nuevos TES Clase A con condiciones financieras más favorables para la Nación que las existentes en el mercado en ese momento. Con esta sustitución se buscaba mejorar el perfil de la deuda de la Nación ya que la sustitución se planteó con una tasa a la inflación proyectada más un margen de prima de riesgo; un plazo de 10 años con 2 años de gracia de capital y un anticipo de intereses pagados en 1.993.

La emisión de Títulos de Tesorería TES Clase B requirió concepto de la Junta Directiva del Banco de la República sobre las características de la emisión y sus condiciones financieras, además requiere de un Decreto que las autorice y fije sus condiciones financieras específicas. De esta manera desde 1.993 se han realizado varias emisiones en desarrollo de un mercado de deuda pública interna.

Desde comienzos de 1.993, se comenzaron las subastas de los Títulos de Tesorería TES Clase B, introduciendo al mercado de capitales una nueva alternativa de inversión a mediano y largo plazo; entre febrero y noviembre de 1.993 se realizaron subastas de Títulos TES Clase B a tres años, donde el inversionista más importante fue el Instituto de Seguros Sociales, estos títulos lograron un rápido posicionamiento dentro del mercado nacional de capitales,

³ http://www.afin.com.co/BancoConocimiento/R/Renta_Fija/Renta_Fija.asp?CodSeccion=3

adquiriendo una buena aceptación al ser comparados con papeles de similares características como CDT's y Bonos Privados.

Las subastas de TES Clase B a cinco años se iniciaron el 23 de abril de 1.993, donde al igual que en las subastas de tres años, el Seguro Social fue el inversionista más importante. Los TES Clase B a cinco años abrieron un nuevo mercado a largo plazo y con tasas fijas, marcando la pauta para otras entidades públicas y empresas privadas que tenían bonos con tasas superiores a tres años pero con tasas variables.

El 14 de julio de 1.993 se iniciaron las subastas de TES Clase B a quince meses; la mayoría de la inversión en este tipo de títulos fue realizada por el sector público, seguida de los bancos y las sociedades fiduciarias. Los TES Clase B a quince meses eran una inversión comparable con los Títulos de Participación a un año emitidos por el Banco de la República.

A finales de 1.994 surgieron los Títulos TES Clase B a cuatro años con tasa fija que junto con las subastas de quince meses, tres y cinco años, eran la forma de colocar los TES Clase B en el mercado. Es decir, que en este momento no presentaba la separación entre las operaciones convenidas y las subastas que se dan actualmente, debido a que no existía un régimen acerca de la inversión de excedentes de tesorería por parte de los Órganos Públicos del Orden Nacional. Igualmente, en este mismo año nacieron las inversiones forzosas que siempre se han realizado a un año.

En 1.995, los anteriores TES Clase B fueron reemplazados por los Títulos de Tesorería TES Clase B *Tasa Fija* a uno, dos y tres años y por Títulos TES Clase B *Tasa Variable* a cinco años, indizados al IPC. En junio de este mismo año, con el Decreto 1013 se estableció que los Establecimientos Públicos y las Empresas Comerciales del Estado del Orden Nacional, invertirían sus excedentes de liquidez en Títulos de Tesorería TES Clase B, del mercado primario, directamente en el administrador de títulos; es decir, que ya no entrarían a adquirirlos por medio de las subastas.

Los Títulos TES Clase B *Tasa Fija* a tres años, fueron reemplazados por Títulos TES Clase B *tasa variable* a tres años en 1.996, sin embargo, esta medida fue revertida en 1.997 volviendo a ser Títulos TES B *Tasa Fija* a tres años. Año en el

cual, nacieron los TES Clase B *Tasa Variable* a siete y diez años, buscando ampliar en el tiempo las alternativas de inversión y así mismo difiriendo en el tiempo el endeudamiento de la Nación.

Durante 1.997 los TES clase B tuvieron gran movilidad, y su desarrollo en el mercado fue sorprendente; sin embargo, las altas tasas de interés durante 1.998 no permitieron un dinamismo similar en la colocación de deuda pública en el mercado interno. En este sentido, surgió la idea de emitir deuda en el mercado local denominada en dólares ya que esta ofrecía grandes ventajas tanto al agente colocador como a los posibles compradores.

Para el gobierno, el atractivo radicaba en colocar papeles de deuda interna, los cuales no se podían vender a causa de las altas tasas de interés a las que estos se demandan. Y para el inversionista resultaba interesante en la medida en que adquiría un instrumento de cobertura, el cual adicionalmente ofrecía un rendimiento similar al de los papeles de deuda externa.

Con el nacimiento de estos TES clase B denominados en dólares cuyo plazo se estableció sería superior o igual a 1 año. Además, se crearon los Títulos TES Clase B *Tasa Variable* a quince años, estos no se colocan por subasta ya que fueron creados específicamente para una operación con el Instituto de Seguros Sociales y para octubre del mismo año se introdujeron al mercado los denominados TES clase B Mixtos, cuya colocación se realizó a través de un contrato de Underwriting, cuya característica fundamental y distintiva es la combinación de tasa fija y variable para el pago de sus rendimientos, estableciendo su plazo en diez (10) años, determinándose que en los primeros dos (2) años pagan a Tasa Fija y en los siguientes ocho (8) años a Tasa Variable.

En 1.998 se llevó a cabo la operación de sustitución de deuda con el Instituto de Seguros Sociales, ISS, en donde se modificaron las condiciones financieras de los Títulos de Tesorería TES Clase B que la entidad tenía.

El problema existente radicaba en que según la Ley 100 se reglamentaron los aportes de pensiones, los cuales el Instituto de Seguros Sociales maneja y debería mantenerlos en una fiduciaria, en inversiones en TES Clase B o en una cuenta especial de la Tesorería General de la Nación. La primera de estas ofrece una rentabilidad mínima, y las otras dos mantienen el poder adquisitivo de la

moneda. Así, el Instituto de Seguros Sociales, optó por invertirlos en TES Clase B; sin embargo, aparte de estas inversiones el Instituto de Seguros Sociales también invertía parte de sus recursos, diferentes de pensiones, en TES Clase B; sin mantener una discriminación exacta de los mismos. Esto trajo consigo un problema de portafolios donde no se encontraba una separación entre el pensional y el de tesorería usado para cubrir las obligaciones en el corto plazo, de tal forma que, sin importar de donde provinieran con un portafolio general, se iban cubriendo las obligaciones a medida que iban surgiendo.

Por tal razón, y junto a un problema de excesiva rotación se busco una reestructuración en la que se constituyó un portafolio a largo plazo destinado a cubrir las obligaciones pensionales y se dejó un portafolio de tesorería que el Instituto de Seguros Sociales podía utilizar para cubrir sus obligaciones en el corto plazo.

Finalmente, en mayo de 1.999 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de conformidad con la Ley 51 de 1.990 desarrolló y colocó en el mercado una nueva clase de TES clase B, éstos se caracterizan por que tanto el principal como los cupones están denominados en Unidades de Valor Real Constante. Cuyas emisiones se programaron a plazos de cinco (5) y siete (7) años, y para febrero de 2.000 las alternativas de inversión en Títulos de Tesorería TES clase B a tasa fija se ampliaron, introduciendo nuevamente al mercado Títulos denominados en pesos a cinco (5) años, lo que significaba un gran paso para la consolidación del mercado de deuda pública ya que el gobierno adquiere el compromiso de estabilidad a largo plazo en las condiciones de inversión.

Durante el 2.000 se realizaron 3 subastas con TES B denominados en dólares a 2 y 3 años, estos papeles se negociaron bastante bien debido a la demanda de los inversionistas por un papel con garantía nación que les permita cubrirse del riesgo cambiario y les reconozca una rentabilidad de mercado.

5.2 MARCO CONCEPTUAL

Los fundamentos conceptuales más relevantes que se requieren para estudiar el impacto financiero de las fluctuaciones de mercado en los portafolios concentrados en Títulos de Tesorería Nacional en los Fondos de Pensiones hacen referencia a dos temas básicos que componen la presente investigación: Las

Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantía (AFP) y Las inversiones.

En cuanto a las **Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantía (AFP)** son instituciones financieras de carácter previsional, vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, cuyo objeto exclusivo es la administración y manejo de fondos y planes de pensiones del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad y de fondos de cesantía. En su calidad de administradoras de este régimen, se encuentran obligadas a prestar en forma eficiente, eficaz y oportuna todos los servicios relacionados con la administración de dichos fondos⁴

Los Fondos de Pensiones Obligatorias hacen referencia a la pensión Obligatoria que es una prestación económica que obtienen los afiliados al Sistema General de Pensiones a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantía (AFP) y/o del Instituto de Seguros Sociales (ISS), con el fin de garantizar a las personas que cumplan con los requisitos establecidos.⁵

Los Fondos de Pensiones voluntarias ofrecen un producto de las Administradoras de Fondos de Pensiones, a través del cual el afiliado tiene la posibilidad de ahorrar voluntariamente para complementar la pensión obligatoria que recibe con el Sistema General de Pensiones. Cada AFP tiene la libertad de ofrecer diferentes Fondos de Pensiones Voluntarias.⁶

El **sistema de pensiones** es un programa destinado a ofrecer, básicamente, tres prestaciones: pensiones por vejez, por invalidez y por fallecimiento del afiliado.

En cuanto a la protección en la vejez, el sistema consiste en un plan provisional destinado a generar fondos para la etapa pasiva del trabajador.

Respecto a la invalidez y muerte del afiliado, el sistema opera como un seguro, que ante la ocurrencia de alguno de esos eventos, garantiza a los hogares un ingreso mensual (pensión) de acuerdo a las condiciones establecidas.

⁴ <http://www.asofondos.org.co/VBeContent/newsdetail.asp?id=8&idcompany=3>

⁵ <http://www.asofondos.org.co/VBeContent/newsdetail.asp?id=77&idcompany=3#Concepto>

⁶ <http://www.asofondos.org.co/VBeContent/newsdetail.asp?id=78&idcompany=3>

Se trata de un ahorro destinado a brindar seguridad contra los riesgos comunes a todo ser humano y que afectan su condición de vida.

En pocas palabras un fondo de pensiones es el patrimonio económico creado para dar cumplimiento al plan de pensiones. Carece de personalidad jurídica. Es la agrupación de dinero resultado de las aportaciones de varios contratantes de planes de pensiones para comprar activos en mejores condiciones en que podría hacerlo el inversor particular⁷.

La Ley 100 de 1993 crea el "**Sistema General de la Seguridad Social Integral**", formado por el conjunto de las entidades públicas y privadas, normas y procedimientos, y por los regímenes generales establecidos para pensiones, salud, riesgos profesionales y los servicios sociales complementarios.

El mismo, elimina el monopolio del Estado en la prestación de los servicios de la Seguridad Social, y establece un sistema competitivo, que implica que cada ciudadano puede elegir voluntariamente la Entidad que le prestara la atención médica o la que le gestionará sus aportes para pensiones⁸.

La **estructura básica del Sistema General de Seguridad Social Integral** se compone de los siguientes subsistemas: Pensiones, Salud, Riesgos Profesionales y Servicios Sociales complementarios.

Financiación del Sistema

En el Sistema General de Pensiones, el porcentaje de cotización para la *pensión de Vejez* se calcula sobre el Ingreso Base; las correspondientes cuotas se abonan en las cuentas de ahorro - pensional, en el caso de Fondos de Pensiones. En el caso del Instituto de Seguridad Social (ISS), las cuotas se utilizan para el pago de pensiones de vejez y capitalización de reservas, mediante la constitución de un patrimonio autónomo, destinado exclusivamente a tales finalidades.

Para la financiación de la *pensión de Invalidez*, la pensión de *Supervivientes* y los *gastos de administración* del Sistema, incluida la prima del reaseguro con el

⁷ <http://www.monografias.com/links/administracion>

⁸ <http://www.tusalario.org/colombia/Portada/sistema-previsional/la-evolucion-del-sistema-pensional>

Fondo de Garantía, el porcentaje de aporte, tanto para el Instituto de Seguros Sociales, como para los Fondos de Pensiones, es del 16%. El empleador asume el 75% del total de la cotización, y el trabajador el 25% restante.

En el supuesto de los trabajadores independientes, ellos mismos son los responsables de la totalidad de la cotización.

Los trabajadores afiliados, cuyo salario base de cotización sea igual o superior a cuatro (4) salarios mínimos legales mensuales vigentes, deberán cotizar un (1) punto porcentual adicional, a cargo exclusivo del trabajador, como destino al "*Fondo de Solidaridad Pensional*", que tiene por finalidad complementar las aportaciones del Régimen General de Pensiones de los trabajadores asalariados o independientes del sector rural o urbano, que carezcan de recursos para efectuar la totalidad de las aportes⁹.

El **Fondo de Solidaridad** surge cuando la organización financiera del Sistema establece un enlace financiero y solidario entre los regímenes subsidiado y contributivo, a través del Fondo de Solidaridad y Garantía. El Fondo de Solidaridad y Garantía cuenta con cuatro (4) subcuentas: la de "*solidaridad*", la de "*Compensación*", la de "*Promoción*" y la de "*Cuentas Catastróficas*". La cuenta de solidaridad del Fondo usa sus recursos para apoyar el desarrollo del Régimen subsidiado, y su progresiva integración y homogeneización con el Régimen contributivo¹⁰.

En el sistema de **Riesgos Profesionales**, el porcentaje de aporte es variable y se corresponde con la clasificación, efectuada por la Ley, del centro de trabajo o de la empresa del trabajador, o de los diferentes centros, si éstos permiten una diferencia en la actividad que desarrollan, teniendo en cuenta para dicha clasificación los siguientes criterios: Actividad Económica, índice de lesiones incapacitantes y cumplimiento de las normas de Salud ocupacional. En este sistema, la totalidad de las aportaciones corren por cuenta exclusiva del empleador¹¹.

⁹ www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=3480

¹⁰ www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=3480

¹¹ www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=3480

El Sistema General de **Pensiones** se encarga de reconocer y abonar las correspondientes a Vejez o Jubilación, Invalidez y Supervivientes. Igualmente, reconoce y abona la Indemnización sustitutiva de la Pensión y el Auxilio Funerario.

La Pensión Obligatoria es una prestación económica que obtienen los afiliados al Sistema General de Pensiones a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantía (AFP) y/o del Instituto de Seguros Sociales (ISS) o cualquier otra entidad de manejo de pensiones, con el fin de garantizar a las personas que cumplan con los requisitos establecidos por la ley (Ley 100/93), el amparo contra las contingencias derivadas de la vejez, la invalidez y la muerte.

El Sistema está compuesto por dos Regímenes solidarios y excluyentes entre sí: el tradicional del ISS o *Régimen Solidario de Prima Media con Prestación Definida* y el de los Fondos Privados de Pensiones o *Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad*¹².

En el **Régimen de Prima Media con Prestación Definida**, los aportes de los afiliados y sus rendimientos constituyen un fondo común de naturaleza pública, que garantiza el pago a los beneficiarios de la pensión de vejez, de invalidez o de supervivientes, o una indemnización sustitutiva, previamente definida.

El **Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad** está basado en el ahorro proveniente de las cotizaciones y de sus respectivos rendimientos financieros y la garantía de la pensión mínima. Los afiliados tienen derecho al reconocimiento y abono de las pensiones de vejez, invalidez y supervivientes, así como a las indemnizaciones sustitutivas, cuyas cuantías dependen de los aportes que hagan los afiliados y, en su caso, sus empleadores, y de los correspondientes rendimientos financieros.

Las **Pensiones voluntarias** son un producto que ofrecen las Administradoras de Fondos de Pensiones, a través del cual el afiliado tiene la posibilidad de ahorrar voluntariamente para complementar la pensión obligatoria que recibe con el Sistema General de Pensiones. Cada AFP tiene la libertad de ofrecer diferentes Fondos de Pensiones Voluntarias a sus ahorradores.

¹² www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=3480

Los **Servicios Sociales complementarios** se han establecido como un programa de auxilio en favor de las personas de edad indigentes, que tiene por objeto apoyar económicamente y hasta el 50% de la cuantía del salario mínimo legal mensual vigente.

El programa es financiado entre el Estado y las Entidades territoriales. El "*Consejo Nacional de Política Económica y Social*" (CONPES) determina, anualmente, los recursos requeridos por el programa de auxilios a las personas de edad indigentes, de conformidad con los objetivos de ampliación de la cobertura, a cuyo fin el "*Fondo de Cofinanciación para la Inversión Social*" (FIS) cofinancia el programa.

Los Municipios o Distritos deberán garantizar la infraestructura necesaria para la atención de los ancianos indigentes y la elaboración de un Plan municipal en favor de la tercera edad, como parte integral del Plan de desarrollo municipal o de distrito. La Ley autoriza a las Entidades Territoriales a que creen y financien, con cargo a sus propios recursos, planes de subsidio al desempleo¹³.

La **Dirección y gestión del Sistema General de Pensiones** está supervisado por el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, que es el encargado de formular, adoptar, dirigir y coordinar las políticas de empleo, trabajo, previsión y Seguridad Social, dentro de las directrices aprobadas por el Gobierno.

Al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social se adscriben la Superintendencia del Subsidio Familiar, el Instituto de Seguros Sociales -ISS-, la Caja Nacional de Previsión Social, el Servicio Nacional de Aprendizaje -SENA- y el Fondo de Previsión Social del Congreso de la República.

A la Superintendencia Bancaria corresponde el control y la vigilancia de la administración de cada uno de los Regímenes del Sistema General de Pensiones, vigilando que éstos cumplan con sus obligaciones¹⁴.

El concepto de **Fondo de Cesantías** se usa en el contexto de la economía y las finanzas públicas. Es el sistema creado por la reforma Laboral Ley 50 de 1990 que se aplica obligatoriamente a los nuevos contratos de trabajo y opcionalmente para

¹³ www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=3480

¹⁴ www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=3480

los trabajadores antiguos "para lo cual es suficiente la comunicación escrita" como lo señala la Ley. Este nuevo régimen consiste en esencia en que el 31 de diciembre de cada año se hará la Liquidación definitiva de cesantías por la anualidad o por la fracción correspondiente; el empleador paga además el 12% anual o proporcional por fracción¹⁵. Lo manejan entidades autorizadas por la normatividad vigente para administrar las cesantías de los empleados, siguiendo los parámetros legales para tal fin. Son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

En Colombia, el trabajador debe recibir por concepto de auxilio de cesantías, el equivalente a un mes de salario por cada año de servicio, y en el caso en el que el periodo de vinculación laboral fuese inferior a un año, el valor que este recibirá será proporcional al tiempo trabajado¹⁶.

Los **Fondos Fiduciarios** consisten en un acuerdo / contrato por medio del cual una persona natural o jurídica llamada constituyente o fideicomitente entrega a una entidad fiduciaria, uno o más bienes concretos despojándose o no de la propiedad de los mismos, con el objeto de cumplir una determinada finalidad en provecho del constituyente o de un tercero a quien expresamente éste determine. Cuando el cliente no se desprende de la propiedad se llama encargo fiduciario.

La entidad fiduciaria se compromete a realizar su mejor esfuerzo para conseguir el objetivo señalado por su cliente, administrando los bienes recibidos para tal efecto. Es un contrato de medio y no de resultado. Constituye un híbrido entre la banca tradicional y la banca de inversión.

En Colombia, esta figura adquirió identidad apenas en 1990, pero en los países desarrollados ha alcanzado gran auge. Se trata de una figura muy antigua que data desde la época de la antigua Roma¹⁷.

Características de los Fondos Fiduciarios:

Confianza. Exige un conocimiento mutuo porque es de doble vía, tanto del cliente (constituyente) a la entidad fiduciaria, como de ésta a él. Como el público no tiene

¹⁵ http://www.eco-finanzas.com/diccionario/F/FONDOS_DE_CESANTIAS.htm

¹⁶ http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4125_3.pdf

¹⁷ <http://www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=1133>

suficientes elementos para creer en una entidad así porque así, en Colombia, por legislación, son instituciones vigiladas por la Superintendencia Bancaria, regidas por el Decreto 663 de 1993.

Una finalidad para cumplir. Debe quedar claramente establecida para evitar posibles abusos.

Un gestor profesional. Entidad especializada debidamente autorizada.

Separación absoluta de bienes. Tanto del patrimonio de la fiduciaria como el de todos los clientes con contabilidades individuales para cada uno.

Constitución de un patrimonio autónomo. Es inembargable y denominado fideicomiso. Se constituye uno por cada cliente con los bienes que entregue según el contrato. El bien sale del patrimonio del constituyente y no ingresa al de la fiduciaria sino que pasa a ser independiente.

Temporalidad. La entidad fiduciaria nunca adquiere la propiedad absoluta de los bienes recibidos en fiducia; al terminar el contrato los devuelve al constituyente, a quien éste indique.

Elasticidad. Permite realizar todas las finalidades lícitas que las necesidades o a imaginación que los clientes determinen para el objetivo que se proponen¹⁸.

Las **modalidades de fondos** que se pueden encontrar son:

a) Fondos Comunes Ordinarios: En este caso los recursos de los fideicomitentes son invertidos en títulos de renta fija debidamente garantizados por la nación y autorizados por la superintendencia bancaria. Cada fiduciaria puede tener un fondo común ordinario.

b) Fondos Comunes Especiales: Cuando se siguen estrictamente las instrucciones de los inversionistas. La fiduciaria puede hacer sugerencias incluyendo fondos en moneda extranjera con una reglamentación específica.

c) Fondos De Inversiones De Capital Extranjero (Fondo País): Cuando personas

¹⁸ <http://www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=1133>

naturales o jurídicas extranjeras aportan recursos en moneda extranjera para hacer inversiones en pesos colombianos en el mercado público de valores.

d) Fondos De Pensiones Voluntarias: Se rigen por el régimen de pensiones, Ley 100 de 1993; se forman con aportes de interesados en planes de pensión e invalidez, constituyendo una alternativa adicional no sustitutiva del sistema obligatorio.

e) Otros: Son casos no expresamente descritos en las modalidades anteriores como los fondos de empleados y los fondos mutuos de inversión. Como en cualquier contrato de fiducia, cuando se trata de fiducia de inversión la entidad fiduciaria cobra una comisión por la gestión sin garantizar resultados¹⁹.

Los **Fondos Mutuos de Inversión (FMI)** existen en Colombia desde hace más de cuarenta y nueve (49) años aproximadamente; tienen su origen legal mediante Ley 130 de 1959.

Desde su origen, los objetivos de los Fondos Mutuos de Inversión han estado orientados a estrechar las relaciones de las empresas con sus trabajadores, creando vínculos de participación y contribución recíproca, mediante los cuales los trabajadores se ven estimulados a ahorrar, obteniendo un mayor beneficio económico por la contribución adicional efectuada por la empresa y porque esta coadyuva en la administración de los ahorros, para hacerlo de la manera más técnica y eficiente posible, logrando así crear y consolidar patrimonios sólidos, en el mediano y largo plazo para los trabajadores, con el apoyo de sus empresas empleadoras²⁰.

Algunas de las **ventajas de los fondos mutuos de inversión - FMI** son:

- Los aportes realizados por la empresa a los Fondos Mutuos no constituyen factor salarial para ningún efecto legal, son deducibles en su totalidad del Impuesto de Renta de la empresa.
- Los Fondos Mutuos constituyen un excelente mecanismo de estímulo al ahorro de los trabajadores.

¹⁹ <http://www.enplenitud.com/nota.asp?articuloID=1133>

²⁰ <http://www.docstoc.com/docs/3250081/FONDOS-MUTUOS-DE-INVERSION>

- Son un mecanismo útil para la economía, pues incentivan el ahorro y el mercado de capitales, dada su naturaleza de inversionista institucional, con capacidad de aglutinar pequeños capitales que permiten invertir grandes volúmenes de recursos, logrando mayores eficiencias en la rentabilidad de la inversión, de las que se obtendrían si se realizaran individualmente.
- La Administración conjunta (Trabajadores-Empresa) del Fondo Mutuo de Inversión brinda seguridad en la toma de decisiones para la inversión de los recursos ahorrados en entidades vigiladas y bien calificadas.
- Los trabajadores afiliados a los Fondos Mutuos de Inversión logran, a través de éstos, ser autogestores de su patrimonio individual y colectivo, intervenir en el mercado bursátil y derivar las ventajas del mismo.
- Los trabajadores de empresas patrocinadoras de un Fondo Mutuo de Inversión desarrollan un importante sentido de pertenencia con la misma en razón a los beneficios económicos extralegales y de bienestar recibidos a través de su Fondo Mutuo.
- Los afiliados consolidan patrimonios sólidos y significativos a través del ahorro a mediano y largo plazo, incrementados con la contribución de la empresa y los rendimientos adicionales obtenidos con las inversiones realizadas por el FMI, lo cual genera alta rentabilidad y obtención de un sólido e importante complemento patrimonial para la pensión de jubilación.
- Los Fondos Mutuos de Inversión se encuentran bajo el control y Vigilancia de la Superintendencia Financiera De Colombia, lo que brinda seguridad a los trabajadores afiliados.
- Los aportes de los trabajadores afiliados se recaudan a través de deducción automática de su nómina.
- El trabajador recibe premios por su permanencia en el Fondo Mutuo de Inversión, a través del Fondo de Perseverancia, siendo este un rendimiento adicional²¹.

²¹ <http://www.docstoc.com/docs/3250081/FONDOS-MUTUOS-DE-INVERSION>

Para la **constitución del Fondo Mutuo de Inversión** se debe elaborar un acta orgánica de constitución suscrita por el Representante Legal de la empresa y un mínimo de cinco (5) trabajadores de la misma. Esta deberá contener:

- Nombre del Fondo
- Domicilio
- Nombres de los otorgantes
- Sumas periódicas que se obligan a destinar para el funcionamiento
- Contribución que la empresa que se obliga a entregar
- Nombres de los directores provisionales de la Junta Directiva y del Gerente
- Facultades reservadas a junta directiva del fondo

Igualmente, para su funcionamiento general, el Fondo Mutuo de Inversión debe contar con estatutos aprobados en asamblea de afiliados y un reglamento de administración que regula los procedimientos de operación del mismo.

El Acta Orgánica, los Estatutos y el Reglamento son aprobados previamente por la Superintendencia Financiera de Colombia²².

Un **Fondo de Inversión** es un patrimonio formado con las aportaciones de muchos inversores (que reciben el nombre de "participantes") y es administrado por una Sociedad especializada (denominada "Sociedad Administradora"), de acuerdo con los criterios establecidos en un documento que regula la actividad e inversiones del Fondo.

Los fondos pueden ser abiertos o cerrados. Los abiertos permiten el ingreso o retiro de participantes en todo momento. Los cerrados no permiten el ingreso de nuevos participantes desde el momento en que se ha colectado un monto fijado con anterioridad por la administradora y sólo hay posibilidad de salirse bajo ciertas condiciones especiales.

La **Sociedad Administradora** es una sociedad anónima cuya finalidad exclusiva es la administración y representación del Fondo.

²² <http://www.docstoc.com/docs/3250081/FONDOS-MUTUOS-DE-INVERSION>

El **Participante** es el que tiene por lo menos una participación en el Fondo de Inversión. Este participante puede ser una persona natural o jurídica.

Los **Certificados de Participación** son los documentos que detallan el aporte del participante en el Fondo de Inversión.

Los Fondos de Pensiones cuentan con un **portafolio de inversiones**, que es el conjunto de activos financieros en los cuales se invierte²³.

Un **portafolio de inversiones**, en general, está compuesto por una combinación de **instrumentos de renta fija y renta variable**, de modo de equilibrar el riesgo. Una perfecta distribución del portafolio de inversión es aquella que reparte el riesgo en diferentes instrumentos financieros como son: acciones, depósitos a plazo, efectivo, monedas internacionales, bonos, bienes raíces, fondos mutuos entre otros. A esto se le conoce como diversificar el portafolio de inversiones.²⁴

Una **inversión** es un término con varias acepciones relacionadas con el ahorro, la ubicación de capital y el postergamiento del consumo.²⁵ Una **inversión en valores** hace referencia a los derechos adquiridos sobre bienes, títulos, acciones, bonos, TES, entre otros; las inversiones en valores representan obligaciones, propiedades en una empresa y el derecho legal de adquirir o vender la propiedad en una empresa, estos son llamados valores. Los valores más conocidos son: los bonos (representan obligación), las acciones (representan propiedad en una Empresa), los TES (títulos de Tesorería Nacional). Estas inversiones son intangibles, no se pueden tocar²⁶. **Los TES** son instrumentos de financiación del gobierno en el mercado domestico, reglamentados por medio de la Ley 51 de 1990, con el objetivo de financiar las operaciones presupuestales y reemplazar a su vencimiento a los títulos de ahorro Nacional y Títulos de Participación existen dos clases de TES: **Títulos de Participación** son títulos valor emitido por el Banco de la República con el objeto de regular el mercado monetario, interviniendo en el mercado abierto. Son emitidos a la orden y se negocian con la modalidad de descuento.²⁷

²³ <http://www.soloeconomia.com/inversiones/fondos.html>

²⁴ http://terminologiabursatil.blogspot.com/2009_03_01_archive.html

²⁵ <http://es.wikipedia.org/wiki/Inversi%C3%B3n>

²⁶ MILLAN, Carlos. Mercado de Capitales

²⁷ <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/html/menuPrincipal/Glosario.htm>

Al emitir TES, el gobierno incurre en **deuda pública**. En ella normalmente se incluyen no solo los préstamos tomados por el gobierno Central sino también los que contraen organismos regionales o municipales, institutos autónomos y empresas del estado, ya que los mismos quedan formalmente garantizados por el gobierno nacional. La deuda pública suele dividirse en deuda a corto y a largo plazo, así como en deuda pública interna, contraída ante acreedores del país, y deuda pública externa, contraída ante prestamistas del extranjero.

La **Deuda Externa** es aquella contraída con entidades o personas del exterior y que generalmente esta denominada en moneda extranjera.

La **Deuda interna** es una parte de la deuda pública, los organismos lo hacen a través de instrumentos formales, con bancos o entidades comerciales; otras veces emite bonos o valores (como los Títulos de Tesorería Nacional), que coloca en diversos mercados²⁸.

En los **mercados de valores**, se reúnen los que demandan fondos y los que ofrecen fondos para así, realizar transacciones entre ellos. Los mercados financieros están divididos en dos partes: el **mercado monetario**, también denominado mercado a corto plazo, donde se adquieren vehículos de inversión como los CDT y los papeles del tesoro, y el **mercado de capitales**, también llamado el mercado a largo plazo, donde se adquieren vehículos de inversión como las acciones y los bonos entre otros.

Cuando se realiza una inversión, existe la posibilidad de diferir desfavorablemente del valor esperado por el inversionista, esta posibilidad se conoce como **riesgo**. En otras palabras, el riesgo es la posibilidad de que algo no deseado le ocurra a la inversión. Este un concepto muy importante, el cual todo inversionista debe entender claramente. La **regla general del riesgo** es: a mayor riesgo que se tome, mayores ganancias, pero mayores las pérdidas que se pueden esperar. A menor riesgo que se tome en una inversión, menores las ganancias, pero también, menores las pérdidas.

El **fondo de valores** es una cartera constituida y administrada por una sociedad comisionista de Bolsa, protagonista por excelencia del mercado bursátil, cuyo objeto consiste en estimular y desarrollar el mercado de valores, ofreciendo al

²⁸ <http://www.monografias.com/trabajos22/deuda-publica/deuda-publica.shtml>

público alternativas de inversión²⁹. Los fondos de valores funcionan como un gran portafolio, cuya administración busca preservar el capital y maximizar los rendimientos, al tiempo que minimiza los riesgos. Los papeles que constituyen estos portafolios están siempre inscritos en el Registro Nacional de Valores, pero difieren según el tipo de fondo.

Clasificación de los Fondos de Valores:

Según la Redención de Derechos:

Abiertos: Son aquellos que le permiten a los suscriptores redimir su participación a la vista o con intervalos menores o iguales a un mes o en una combinación de estas alternativas. Pueden expedir documentos negociables mediante cesión, los cuales no tienen ni la calidad ni las prerrogativas de títulos valores.

Cerrados: en los que el contrato sólo permite a sus suscriptores redimir sus derechos al final del plazo previsto para la duración del respectivo Fondo. Tales fondos sólo podrán recibir suscriptores durante un término que no exceda el 20% del plazo propuesto para su duración. Por su ley de circulación, los títulos que emitan los fondos de valores cerrados pueden ser nominativos o a la orden conforme a las reglas particulares de los mismos, por tanto son negociables como los títulos valores y tienen todas sus prerrogativas.

Escalonados: Son aquellos cuyo reglamento prevé que sus suscriptores puedan redimir sus participaciones en función a los vencimientos que tengan los activos del fondo. Así, el fondo expedirá títulos con diferentes fechas de vencimiento, que se pagarán con el producto de los dineros recaudados por concepto de los pagos o amortizaciones de interés o de capital de los activos del fondo.

Según su Naturaleza

Fondo de Títulos de contenido crediticio; caso renta fija.

Fondo de títulos de participación; caso acciones

Fondo de títulos mixtos; caso que contengan indistintamente los dos anteriores.

Según la Redención de los títulos que contiene el portafolio

²⁹ <http://www.negocioestructurados.com/WebContent/wfmnglosario.aspx>

Fondo de corto plazo; plazo promedio ponderado de hasta 1 año.

Fondo de mediano plazo; plazo promedio ponderado de hasta 5 años.

Fondo de largo plazo; plazo promedio ponderado superior a 5 años, o por acciones.

Los **fondos de valores son manejados** por:

- Compañías de inversiones.
- Corredores comisionistas de bolsa
- Instituciones Financieras

Aunque a los bancos está prohibido manejar los fondos, muchos de ellos ofrecen a sus clientes la oportunidad de invertir a través de compañías filiales, como son las compañías fiduciarias³⁰.

Los fondos de valores cuentan con una gran flexibilidad en plazo de la inversión, de acuerdo a cada una de las necesidades y alternativas; convirtiéndose en una gran posibilidad para cada uno de los clientes que deseen poner a producir su dinero, ya sea obteniendo una renta fija o variable.

Estos fondos de Valores se componen de títulos de inversión de varias de las entidades más importantes del país.

Los fondos de valores cuentan con personal especializado, dispuesto a atender y resolver cada una de las inquietudes de los clientes, suministrando información necesaria y calidad en la prestación del servicio, generando las mejores alternativas de inversión con alta confiabilidad y rentabilidad.

En los fondos de valores se puede tener una diversificación del riesgo, pues se genera la posibilidad de invertir en un portafolio compuesto por diferentes títulos valores de alta confiabilidad y rentabilidad tales como CDT, Bonos, Aceptaciones, TES entre otros, combinado con la adquisición de acciones.

³⁰ <http://www.fondos.us/monetario/ahorros/quienes-manejan-los-fondos-de-valores/>

La **bolsa de valores** son mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Comisionistas de Bolsa. Las Bolsas ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta³¹. Dependiendo del momento en que un título ingresa al mercado, estas negociaciones se transarían en el mercado primario o en el mercado secundario.

La Bolsa no es más que un mercado de valores. Como en todo mercado, se negocian una serie de productos; se ponen en contacto compradores y vendedores. Efectivamente, en primer término la Bolsa es punto de encuentro entre dos figuras muy importantes en una economía: empresas y ahorradores.

Las empresas que necesitan dinero para alcanzar sus objetivos tienen diferentes formas de conseguirlos, una de las más interesantes es acudir a la Bolsa y vender activos financieros (acciones, bonos, obligaciones, etc.) que hayan emitido.

Las Bolsas de Valores son los mercados secundarios oficiales destinados a la negociación en exclusiva de las acciones y valores convertibles o que otorguen derecho de adquisición o suscripción. En la práctica, los emisores de renta variable acuden a la Bolsa también como mercado primario donde formalizar sus ofertas de venta de acciones o ampliaciones de capital. Asimismo, también se contrata en Bolsa la renta fija, tanto deuda pública como privada.

Principales características de la Bolsa de Valores

- Pone en contacto a las empresas con las personas que ahorran.
- Proporciona liquidez al crear un mercado de compraventa.
- Permite a los pequeños ahorradores acceder al capital de grandes sociedades.
- Sirve como índice de la evolución de la economía.
- Determina el precio de las sociedades a través de la cotización.
- Proporciona protección frente a la inflación, al obtenerse normalmente unos rendimientos mayores que otras inversiones.

³¹ <http://www.gestiopolis.com/recursos3/docs/fin/mktcapcol.htm>

Función de las Bolsas de Valores

Las principales funciones de las Bolsas de Valores comprenden el proporcionar a los participantes información veraz, objetiva, completa y permanente de los valores y las empresas inscritas en la Bolsa, sus emisiones y las operaciones que en ella se realicen, así como supervisar todas sus actividades, en cuanto al estricto apego a las regulaciones vigentes.

La Bolsa, por tanto, cumple una función esencial en el crecimiento de toda economía, puesto que canaliza el ahorro hacia la inversión productiva. Es un instrumento de financiación para las empresas y de inversión para los ahorradores. Facilita la movilidad de la riqueza³².

El **Impacto financiero** es la manera como el mercado de capitales influye en los fondos de pensiones de tal forma que dan profundidad al sistema financiero, dan capacidad para canalizar el ahorro a inversión productiva de mediano y largo plazo y mejora los mecanismos de formación de precios de los instrumentos financieros

5.3 MARCO LEGAL

Ley 50 De 1990 Que Regula El Sistema De Seguridad Social

La **ley 50 de 1990** que modificó algunos apartes del Código Sustantivo de Trabajo, introdujo un régimen especial del auxilio de cesantía, el cual incluye los Fondos de Cesantías, así:

Los Fondos de Cesantía serán administrados por las sociedades cuya creación se autoriza, y cuyas características serán precisadas en los Decretos que dicte el Gobierno Nacional, en orden a:

a) Garantizar una pluralidad de alternativas institucionales para los trabajadores, en todo el territorio nacional;

³² <http://www.invertironline.com/Aprender/Nivel4/N4introbolsa1.asp>

b) Garantizar que la mayor parte de los recursos captados pueda orientarse hacia el financiamiento de actividades productivas.

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía invertirán los recursos de los mismos con el fin de garantizar su seguridad, rentabilidad y liquidez, en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca la Comisión Nacional de Valores. Esta entidad, para el efecto, deberá oír previamente a una comisión designada por el Consejo Nacional Laboral.

Así mismo, abonarán trimestralmente a cada trabajador afiliado y a prorrata de sus aportes individuales, la parte que le corresponda en los rendimientos obtenidos por el Fondo durante el respectivo período.

La rentabilidad del Fondo no podrá ser inferior a la tasa efectiva promedio de captación de los Bancos y Corporaciones Financieras para la expedición de Certificados de Depósito a Término con un plazo de noventa (90) días (DTF), la cual será certificada para cada período por el Banco de la República.

En caso de que lo fuere, deberá responder a través de uno de los siguientes mecanismos:

- a) Con su propio patrimonio, o
- b) Con la reserva de estabilización de rendimientos que establezca la Superintendencia Bancaria.

Si la rentabilidad resultare superior podrá cobrar la Comisión de Manejo que señale para tal efecto la Superintendencia Bancaria.

Los Fondos de Cesantía tendrán la garantía del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

La Comisión Nacional de Valores podrá autorizar a las Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía para que inviertan un porcentaje de sus recursos en los títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores que, en los casos previstos por la Ley, emitan los empleadores o las organizaciones en que participen los trabajadores afiliados como cooperativas y fondos de empleados, entre otros.

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía podrán celebrar contratos con entidades financieras para que éstas últimas se encarguen de las operaciones de recaudo, pago y transferencia de los recursos manejados por las mismas, en las condiciones que determine el Gobierno Nacional, con el fin de que dichas operaciones puedan ser realizadas en todo el territorio nacional.

En **1993**, el Congreso de la República dispuso a través de la **Ley 100** las regulaciones pertinentes al Régimen de Seguridad Social Integral y en su artículo 63 señaló:

Cuentas Individuales de Ahorro Pensional. Las cotizaciones obligatorias y voluntarias se abonarán a la cuenta individual de ahorro pensional del afiliado. Cada afiliado sólo podrá tener una cuenta.

Las administradoras deberán enviar a sus afiliados, por lo menos trimestralmente, un extracto que registre las sumas depositadas, sus rendimientos y saldos, así como el monto de las comisiones cobradas y de las primas pagadas.

Las sumas existentes en las cuentas individuales de ahorro pensional, sólo podrán ser utilizadas para acceder a las pensiones de que trata este Título, salvo lo dispuesto en los artículos 85 y 89 de la presente Ley.

Así mismo, en su artículo 99, establece lo siguiente:

Garantías. Las administradoras y aseguradoras, incluidas las de planes alternativos de pensiones, deberán constituir y mantener adecuadas garantías, para responder por el correcto manejo de las inversiones representativas de los recursos administrados en desarrollo de los planes de capitalización y de pensiones.

Las administradoras deberán contar con la garantía del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, con cargo a sus propios recursos, para asegurar el reembolso del saldo de las cuentas individuales de ahorro pensional, en caso de disolución o liquidación de la respectiva administradora, sin sobrepasar respecto de cada afiliado el ciento por ciento (100 %) de lo correspondiente a cotizaciones

obligatorias, incluidos sus respectivos intereses y rendimientos, y de 150 salarios mínimos legales mensuales correspondientes a cotizaciones voluntarias. Las garantías en ningún caso podrán ser inferiores a las establecidas por la Superintendencia Bancaria para las instituciones del régimen financiero.

En cuanto a la inversión de los recursos, el artículo 100 establece lo siguiente:

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

Resolución 2549 de noviembre de 1994, recursos administrados por el fondo.

En el artículo Sexto de la Resolución 2549 de noviembre de 1994, la Superintendencia Bancaria establece:

Entiéndase por recursos administrados por el fondo para cada período correspondiente la suma de:

1. El Valor Inicial de la Cuenta Individual,
2. El monto de los Aportes y,
3. Los rendimientos del Valor Inicial de la Cuenta Individual y de los Aportes durante el período.

Decreto 656 De Marzo De 1994, Régimen Financiero De Las Sociedades Que Administran Fondos De Pensiones

De acuerdo con lo establecido en el **Decreto 656 de marzo de 1994**, en su artículo 14, literal d, se obliga a las sociedades que administran Fondos de Pensiones a:

Invertir los recursos del sistema 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;

Decreto 15952 De Mayo De 2004, Rentabilidad Mínima Para Los Fondos De Pensiones Y Cesantías

En el **Decreto 15952 de mayo de 2004** se determina la rentabilidad mínima, la cual debe ser aplicada y divulgada por la Superintendencia Bancaria

La rentabilidad mínima obligatoria para los Fondos de Pensiones y de Cesantía, respectivamente, será equivalente al promedio simple de:

a) El setenta por ciento (70%), tratándose de los Fondos de Pensiones, y el setenta y cinco por ciento (75%), en el caso de los Fondos de Cesantía, del promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales durante el período de cálculo correspondiente, y

b) El promedio ponderado de:

- El setenta por ciento (70%), tratándose de los Fondos de Pensiones, y el setenta y cinco por ciento (75%), en el caso de los Fondos de Cesantía, del incremento porcentual efectivo anual durante el período de cálculo correspondiente del índice de la Bolsa de Valores de Colombia, ponderado por el porcentaje del portafolio de los Fondos de Pensiones y de Cesantía, respectivamente, invertido en acciones y en fondos de inversión en la proporción invertida en acciones.

- El setenta por ciento (70%), tratándose de los Fondos de Pensiones, y el setenta y cinco por ciento (75%), en el caso de los Fondos de Cesantía, del incremento porcentual efectivo anual durante el período de cálculo correspondiente del índice representativo del mercado accionario del exterior que indique la Superintendencia Bancaria de Colombia, ponderado por el porcentaje del portafolio de los Fondos de Pensiones y de Cesantía, respectivamente, invertido en acciones de emisores extranjeros y en fondos de inversión internacionales en la proporción invertida en acciones.

- El setenta por ciento (70%), tratándose de los Fondos de Pensiones, y el setenta y cinco por ciento (75%), en el caso de los Fondos de Cesantía, de la rentabilidad acumulada efectiva anual arrojada para el período de cálculo correspondiente por un portafolio de referencia para pensiones y otro para cesantía valorados a precios de mercado, ponderado por el porcentaje invertido en las demás inversiones admisibles.

Cuando la rentabilidad acumulada efectiva anual obtenida por el Fondo de Pensiones durante el período de cálculo correspondiente sea inferior a la rentabilidad mínima obligatoria, las sociedades administradoras deberán responder con sus propios recursos, afectando en primer término la reserva de estabilización de rendimientos, aportando la diferencia entre el valor del fondo al

momento de la medición y el valor que éste debería tener para alcanzar la rentabilidad mínima obligatoria.

En el caso de los Fondos de Cesantía, las sociedades administradoras deberán responder con sus propios recursos afectando en primer término las comisiones por administración causadas y pendientes de pago a la sociedad administradora, aportando la diferencia entre el valor del fondo al momento de la medición y el valor que éste debería tener para alcanzar la rentabilidad mínima obligatoria.

Circular Externa 017 De 2007, Inversiones Admisibles Para Los Fondos De Pensiones Obligatorias

De acuerdo con el capítulo IV de la **circular externa 017 de 2007** de la Superintendencia Financiera referente al régimen de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias que pretende que los recursos del sistema general de pensiones se encuentren respaldados por activos que cuenten con la requerida seguridad, rentabilidad y liquidez, se establecen como inversiones admisibles con sus respectivos límites las siguientes:

- Títulos de deuda pública (Hasta un 50%)
- Títulos emitidos, avalados o garantizados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN) y por el Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas (FOGACOOP) (Hasta un 10%).
- Títulos emitidos por el Banco de la República.
- Bonos y títulos hipotecarios, Ley 546 de 1999, y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (Hasta un 40%).
- Títulos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a cartera hipotecaria (Hasta un 20%).
- Títulos de **deuda** emitidos, avalados, aceptados o garantizados por instituciones vigiladas por la **Superintendencia Financiera de Colombia**

(SFC), incluidos los bonos obligatoria u opcionalmente convertibles en acciones (Hasta un 30%).

- Títulos de **deuda** emitidos por entidades no vigiladas por la **SFC**, incluidos los bonos obligatoria u opcionalmente convertibles en acciones (Hasta un 30%).
- Títulos de renta variable (Hasta un 30%)
- Depósitos a la vista en establecimientos de crédito (Hasta un 5%).
- Operaciones de **reporto o repo** activas **y operaciones simultáneas** activas (Hasta un 10%).
- Inversiones en títulos emitidos por entidades del exterior (Hasta un 20%).
- **Productos** estructurados de capital protegido de emisores nacionales o del exterior, siempre y cuando el emisor garantice que se cumplan las condiciones contractuales **del producto**, es decir, el pago del cien por ciento (**100%**) del capital y el rendimiento acordado en la misma.
- Los fondos de pensiones podrán realizar operaciones de transferencia temporal de valores, siempre que actúen como “originadores” en las mismas (Hasta un 30%).
- Depósitos remunerados en el Banco de la República (Hasta un 10%).

Decreto 2977 de 2007: condiciones y límites a las inversiones de los fondos de cesantías.

Por medio del **Decreto 2977 de 2007**, se establecieron las inversiones admisibles para los recursos de los Fondos de Cesantías, así:

- Títulos de deuda pública.

- Títulos emitidos, avalados o garantizados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafín, y por el Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas, Fogacoop (Hasta un 10%).
- Títulos emitidos por el Banco de la República.
- Bonos y títulos hipotecarios, Ley 546 de 1999, y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (Hasta un 40%).
- Títulos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a cartera hipotecaria, incluidos aquellos títulos cuyos activos subyacentes sean distintos de los descritos en el presente artículo (Hasta un 20%).
- Títulos de renta fija emitidos, avalados, aceptados o garantizados por instituciones vigiladas por la Superintendencia Bancaria de Colombia, incluidos los bonos obligatoria u opcionalmente convertibles en acciones (Hasta un 70%).
- Títulos de renta fija emitidos por entidades no vigiladas por la Superintendencia Bancaria de Colombia, incluidos los bonos obligatoria u opcionalmente convertibles en acciones (Hasta un 30%).
- Títulos de renta variable (Hasta un 30%).
- Depósitos a la vista en establecimientos de crédito (Hasta un 2%).
- Operaciones de reporto activas.
- Inversiones en títulos emitidos por entidades del exterior (Hasta un 20%).
- Realizar operaciones con contratos forward, contratos de futuros, opciones y swaps únicamente con el fin de protegerse frente a las fluctuaciones de tasas de interés, cambio de moneda o variación de precios en las acciones.

La suma de las inversiones en moneda extranjera que puede tener un Fondo

de Cesantía, sin cobertura, no podrá exceder del 20% del valor del fondo.

En todo caso, la suma de las posiciones de cobertura de moneda extranjera no podrá exceder el valor de mercado de las inversiones del fondo denominadas en moneda extranjera.

Resolución 0275 De 2001, Requisitos A Personas Jurídicas Públicas Y Privadas Que Pretendan Ser Destinatarias De La Inversión De Recursos De Los Fondos De Pensiones

Estas condiciones fueron establecidas en la **resolución 0275 de 2001**, emitida por la Superintendencia de Valores. Dichas condiciones deben estar contenidas en los Estatutos de las entidades interesadas:

1. Mecanismos específicos que permitan la evaluación y el control de la actividad de los administradores, de los principales ejecutivos y de los directores.
2. Mecanismos concretos que permitan la prevención, el manejo y la divulgación de los conflictos de interés que pueda enfrentar la respectiva persona jurídica; siempre que resulte aplicable, los mecanismos se referirán a los conflictos de interés que puedan presentarse entre los accionistas y los directores, los administradores o los altos funcionarios, y entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios.
3. Mecanismos específicos que permitan a los accionistas y demás inversionistas, o a sus representantes, la identificación y divulgación de los principales riesgos del emisor.
4. Mecanismos específicos que aseguren que la elección del revisor fiscal por parte de la asamblea de accionistas se hará de manera transparente, y con base en la evaluación objetiva y pública de distintas alternativas.
5. Mecanismos específicos que garanticen que los hallazgos relevantes que efectué el revisor fiscal serán comunicados a los accionistas y demás inversionistas, con el fin de que estos cuenten con la información necesaria para tomar decisiones sobre los correspondientes valores.

6. Mecanismos específicos que permitan que los accionistas y demás inversionistas o sus representantes encarguen, a su costo y bajo su responsabilidad, auditorías especializadas del emisor, empleando para ello firmas de reconocida reputación y trayectoria.
7. Mecanismos específicos que aseguren la implementación de sistemas adecuados de control interno, y que permitan a los accionistas y demás inversionistas o a sus representantes, hacer un seguimiento detallado de las actividades de control interno y conocer los hallazgos relevantes.
8. Mecanismos específicos que permitan a los accionistas minoritarios o a sus representantes, obtener la convocatoria de la asamblea general de accionistas cuando quiera que existan elementos de juicio que razonablemente conduzcan a pensar que dicha asamblea es necesaria para garantizar sus derechos, o para proporcionarles información de la que no dispongan.
9. Mecanismos específicos que aseguren un tratamiento equitativo a todos los accionistas y demás inversionistas
10. Mecanismos específicos que permitan a los accionistas y demás inversionistas, reclamar ante la respectiva persona jurídica el cumplimiento de lo previsto en los Códigos de Buen Gobierno.

Resolución 400 De Mayo De 1995, Políticas De Inversión De Los Fondos De Valores

Inicialmente, la **Resolución 400 de mayo de 1995** regula los Fondos de Valores, pero ésta es modificada por la Resolución 070 de febrero de 2001, la cual establece las políticas de Inversión, composición de portafolio, operaciones permitidas, límites y gastos de la siguiente manera:

Política de inversión. Para la inversión de los recursos captados por los fondos sólo podrá tenerse en cuenta el interés de sus suscriptores. Dicha inversión deberá responder a una política escrita, previa y claramente determinada, que mantenga un equilibrio entre la liquidez que resulte necesaria y la rentabilidad que

se procure, con sujeción a lo pactado en el respectivo contrato de suscripción de derechos.

La política de inversión de los fondos deberá estar claramente determinada tanto en el prospecto de inversión como en el contrato de administración respectivos. Dicha política siempre deberá contemplar, en todo caso, los siguientes aspectos:

1. Objetivos y estrategias de inversión del fondo.
2. Política general de riesgo del fondo y perfil de riesgo del inversionista al que se encuentra dirigido.
3. Política de diversificación del portafolio y atomización del riesgo seguida por el fondo.
4. Los activos que se consideran aceptables para invertir los recursos del fondo, incluyendo información suficiente sobre las características específicas que estos deberán reunir, de forma que sea posible para los suscriptores y para el público en general, cerciorarse sobre la adecuada aplicación, por la sociedad administradora, de la política de inversión pactada al adquirirlos y mantenerlos. De ser aplicable, se informara el plazo promedio ponderado de vencimiento de los títulos o valores que componen el portafolio.

Composición del portafolio. La composición del portafolio de cada fondo deberá determinarse de acuerdo con el perfil general de riesgo pactado y con la prudencia, habilidad y cuidado que deberá ejercer la sociedad administradora en el manejo de los recursos captados por el fondo, dada su calidad de gestor profesional de recursos de terceros. Siempre, la política de inversiones, evidenciada en la composición del portafolio, deberá corresponder a dicho perfil de riesgo.

Operaciones de cobertura. Los fondos podrán realizar operaciones de cobertura con sujeción a los términos y límites previstos en el respectivo contrato de suscripción de derechos. Su costo y propósito serán informados, operación por operación, en el reporte de operaciones trimestral, según lo establecido en la presente resolución.

Calificación de los títulos en los que invierta el fondo. Salvo lo expresamente previsto en la presente resolución, los títulos de contenido crediticio que integren los portafolios de los fondos, requerirán de la previa calificación emitida por una sociedad calificadora de valores autorizada por la Superintendencia de Valores, salvo tratándose de títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación, por el Banco de la República o por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras Fogafín.

La inversión en Certificados de Depósito a Término o en Certificados de Depósito de Ahorro a Término inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, requerirá de la previa calificación del endeudamiento de corto y largo plazo de la entidad financiera emisora de los títulos.

Cuando se trate de inversiones efectuadas por fondos cerrados en bonos de riesgo de los previstos por la Ley 550 de 1999, éstos no requerirán ser calificados.

Operaciones de liquidez. Son operaciones de liquidez aquellas transacciones que las sociedades administradoras realizan como un mecanismo temporal de inversión de sus recursos o con el objeto de obtener o suministrar transitoriamente liquidez para el respectivo fondo, acudiendo para ello a la celebración de cualquier modalidad de negocio que conlleve al traspaso temporal de títulos de contenido crediticio, participativos o mixtos, que en sentido económico garantizan el cumplimiento de la operación, debido a que bien existe un compromiso futuro de venta o de compra sobre los mismos, o ya porque el objeto del negocio y la intención de los contratantes no supone la enajenación definitiva de los títulos.

La autorización para efectuar operaciones de esta clase y un recuento minucioso de las condiciones en que podrán ser efectuadas, debe figurar en el respectivo contrato del fondo. En cada caso, su costo o beneficio y su propósito concreto será incluido en el reporte de operaciones del respectivo fondo, según lo previsto en el artículo 2.4.2.5 de la presente resolución.

Dichas operaciones, independientemente del nombre o estructura financiera que adopten en el mercado (repos, fondeos, ventas en corto, etc.) y del régimen de garantías que según la modalidad les sea aplicable, deberán efectuarse a través de una bolsa de valores o cualquier otro sistema transaccional autorizado por la

Superintendencia de Valores, sin perjuicio de que sean celebradas en mercado primario de forma directa con el emisor de título.

Cuando tales operaciones sean pasivas, únicamente podrán celebrarse para subsanar defectos transitorios de liquidez.

Límites aplicables a las operaciones de liquidez. Las operaciones de liquidez que celebren las sociedades para el respectivo fondo, sean activas o pasivas, no podrán exceder, en su conjunto, del treinta por ciento (30%) del activo total del mismo.

Adquisición de valores no inscritos en bolsa. Las sociedades administradoras podrán integrar a los fondos que administren valores no inscritos en bolsa, siempre y cuando los mismos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Así mismo, podrán conformarse fondos cerrados cuyo portafolio se estructure, de manera exclusiva, con las siguientes inversiones:

1. Valores emitidos por entidades bancarias del exterior.
2. Bonos del sector real emitidos por empresas extranjeras cuyas acciones aparezcan inscritas en bolsas de valores internacionalmente reconocidas.
3. Bonos emitidos por organismos multilaterales de crédito, gobiernos extranjeros o entidades públicas con garantía de su gobierno.
4. Participaciones en fondos mutuos, fondos de inversión o fondos de índices extranjeros, siempre que, en los dos primeros casos, el administrador, sumando los activos manejados por sus filiales, tengan al menos sesenta (60) millardos de dólares de los Estados Unidos de América, o su equivalente en otras divisas, bajo su administración.
5. Acciones emitidas por sociedades colombianas o bonos de riesgo de los que trata la Ley 550 de 1999.
6. Títulos de deuda pública nacional.

7. Divisas, con las limitaciones establecidas en el régimen cambiario, en cuanto al pago de la redención de suscripciones.

Adquisición de otros activos para los fondos. Podrán conformarse fondos cerrados que destinen sus recursos a la adquisición, de manera exclusiva, de portafolios conformados con algunos de los siguientes activos:

1. Títulos valores distintos de valores.
2. Títulos valores no calificados, siempre que no se trate de bonos, ni de títulos emitidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria.

Dichos fondos sólo podrán mantener el nivel de activos líquidos que sea necesario para la atención de los gastos del fondo.

Tabla N° 1. Como Ha Influido La Normatividad En El Desarrollo De Los Fondos De Pensiones

NORMATIVIDAD	DESCRIPCION
El artículo 48 de la Constitución Política de Colombia	Establece la Seguridad Social como un servicio público de carácter obligatorio que se prestará bajo la dirección, coordinación y control del Estado. Se garantiza a todos los habitantes el derecho irrenunciable a la Seguridad Social. La Seguridad Social podrá ser prestada por entidades públicas o privadas, de conformidad con la ley.
Ley 51 de 1990	Autoriza unas operaciones de endeudamiento interno y externo de la nación; se autorizan operaciones para el saneamiento de obligaciones crediticias entre entidades públicas; se otorga una facultad y se dictan otras disposiciones
Ley 100 de 1993	Crea el sistema de seguridad social integral y se dictan otras disposiciones referentes al fondo de pensiones

Ley 797 de 2003	Por 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
Ley 860 de 2003	Por la cual se reforman algunas disposiciones del Sistema General de Pensiones previsto en la Ley 100 de 1993 y se dictan otras disposiciones
Ley 1328 de 2009	Reforma Financiera que creó la figura de los multifondos.
Resolución 2549 de 1994	Señala los montos y las condiciones para la determinación de la comisión por el manejo de aportes obligatorios que las entidades que administren fondos de pensiones pueden cobrar a sus afiliados
Decreto 656 de 1994	Establece el régimen jurídico y financiero de las sociedades que administren fondos de pensiones
Resolución 400 de mayo de 1995	Regula los Fondos de Valores, pero ésta es modificada por la Resolución 070 de febrero de 2001, la cual establece las políticas de Inversión, composición de portafolio, operaciones permitidas, límites y gastos
Resolución 0275 de 2001	Establece los requisitos que deben acreditar las personas jurídicas públicas y privadas que pretendan ser destinatarias de la inversión de recursos de los fondos de pensiones
Decreto 15952 2004	determina la rentabilidad mínima, la cual debe ser aplicada y divulgada por la Superfinanciera
Decreto 692 de 1994	Por el cual se reglamenta parcialmente la Ley 100
Decreto 510 de 2003	Por medio del cual se reglamentan parcialmente los artículos 3,5,7,8,9,10 y 14 de la Ley 797 de 2003
Decreto 2633 de 1994	Por el cual se reglamentan los artículos 24 y 57 de la Ley 100 de 1993
Decreto 1557 de 2001.	Modifica el artículo primero del Decreto 1801 de 1994
Decreto 2977 de 2007	Establece las condiciones y límites a las inversiones de los fondos de cesantías.

Circular externa 017 de 2007 de la Superintendencia Financiera	Referente al régimen de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias que pretende que los recursos del sistema general de pensiones se encuentren respaldados por activos que cuenten con la requerida seguridad, rentabilidad y liquidez, se establecen como inversiones admisibles con sus respectivos límites como los Títulos de deuda pública (Hasta un 50%)
Circular Básica Jurídica 007 de 1996	Instrucciones generales relacionadas con las entidades administradoras del sistema general de pensiones
Circular Externa 029 de 2005	Múltiples vinculaciones
Circular Básica Jurídica. Título IV, Capítulo Cuarto.	Régimen de Inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias
Sentencia C-789 de 2002	Sobre el artículo 36. incisos 4 y 5 de la ley 100 de 1993
Sentencia C-1024 de 2004	Sobre los artículos 2, 3 y 9 de la Ley 797 de 2003

Fuente (autores)

5.4 MARCO CONTEXTUAL

El escenario donde se desarrolla el tema de investigación son los fondos de pensiones colombianos (Porvenir, Protección, Horizonte, ING, Skandia y Citi Colfondos.) y el gobierno, pues son ellos los principales agentes que interactúan con los Títulos de Tesorería Nacional, ya que son instrumentos de financiación del gobierno, siendo los principales afectados de las fluctuaciones del mercado los Ahorradores o trabajadores dependientes e independientes, que se exponen a la volatilidad del mercado de capitales, también se ven afectados los comisionistas de bolsas y las fiduciarias.

En cuanto al portafolio de los fondos de pensiones, el gobierno expone que los TES son Títulos a Largo Plazo y que sería rentable para los fondos de pensiones y sus ahorradores, pero es perjudicial para las personas que culminan su vida laboral y por falta de conocimiento, reciben el pago pensional que les corresponde en momentos en que la rentabilidad es baja.

6. ASPECTOS METODOLÓGICOS

6.1 TIPO DE ESTUDIO

El tipo de estudio que se presenta en la investigación es exploratorio y descriptivo; **exploratorio** porque no existe información escrita sino que está basado en el relato y experiencias de personas que interactúan en el medio de los títulos de tesorería nacional y los fondos de pensiones obligatorios y voluntarios; Se buscó construir un marco de referencia a través del estudio de la legislación Colombiana que ha influido tanto en los aspectos laborales como en los Fondos de Pensión obligatorios y voluntarios que son objeto de la investigación, así como los hechos históricos que han marcado diferencias en estos mismos aspectos. Se utilizaron también diferentes fuentes confiables como los planteamientos de otros investigadores en el campo que permitieron establecer bases para el posterior estudio de la influencia del impacto financiero de las fluctuaciones de mercado en los Títulos de inversión que utilizan los Fondos de Pensiones

El estudio también fue **descriptivo** porque se encargó de describir las características que identifican los diferentes elementos y componentes como lo son los fondos de pensiones y los títulos de tesorería nacional, delimitando los hechos que conforman el problema de investigación ya que con él se podrá establecer las características demográficas y culturales de la población que se encuentra en el universo de investigación asociando las variables que componen dichos elementos. También se analizó la interrelación entre los fondos de pensiones y los títulos de tesorería nacional, con el fin de establecer las causas por las cuales el impacto financiero de los TES afecta a los fondos de pensiones en Colombia y como esta población ha respondido a la volatilidad de los TES.

6.2 MÉTODO DE INVESTIGACIÓN

Se utilizó el método de síntesis, se inició con el conocimiento básico de los elementos más simples necesarios para comprender el objeto de esta investigación (en este caso, los fundamentos teóricos de los TES y fondos de pensiones y cesantías) para ascender poco a poco, gradualmente, al conocimiento

de lo más complejo (el entendimiento del impacto de la fluctuación del mercado de TES en los fondos de pensiones)

6.3 FUENTES Y TÉCNICAS PARA LA RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN

Fuentes primarias.

Aplicación de entrevistas estructuradas realizadas en entidades financieras de la ciudad de Cali para evaluar el comportamiento del mercado en los fondos de pensiones, a los empleadores y empleados, comisionistas de bolsa y fiduciarias.

Fuentes Secundarias:

Información escrita a través de textos bibliográficos relacionados con la economía, finanzas, contabilidad, legislación, metodología, e información obtenida en diferentes fuentes del Internet. Así mismo, se consultaron revistas como Semana, El portafolio, Dinero, El poder, entre otras.

6.4 POBLACIÓN

Población universo:

Sector financiero – bursátil, representado en gerentes mesas de dinero, comisionistas de bolsa (de acuerdo con la Bolsa de Valores de Colombia, hay 16 sociedades comisionistas asociados actualmente en nuestro país con sede en la ciudad de Cali) y entidades financieras que tienen mesas de dinero (Según la Asociación de Fiduciarias, 2 actualmente asociados con sede en la ciudad de Cali) y administradores de portafolio de inversiones en los fondos de pensiones y cesantías (actualmente, operan en Colombia 6 Fondos Administradores Privados: Porvenir, Protección, Horizonte, Skandia, ING y Citi Colfondos).

Población muestra.

Para establecer la población muestra, se utilizó el método de muestreo aleatorio estratificado afijación proporcional. Se entrevistaron funcionarios de diferentes entidades como: Asvalores, Valores de Occidente, Serfinco, Corficolombiana, Skandia, Citi Colfondos, Pagos Internacionales, Asesorias S&S, Bolsa de Valores de Colombia, entre otros.

6.5. PRESENTACIÓN DE LA INFORMACIÓN

- Etapas:**
- Etapas I.** Recolección de la información de tipo contextual y teórica.
 Revisión bibliográfica
 Recolección de la información obtenida en las entrevistas
 - Etapas II.** Análisis cualitativo y cuantitativo de la información
 Exposición de los resultados – selección
 Construcción del cuerpo del proyecto
 - Etapas III.** Presentación del análisis a manera de conclusiones
 Interpretación Final y Presentación formal del proyecto

6.6. INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN

Entrevista estructurada aplicada

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?
2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?
3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?
4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?
5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.
6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a

las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

CAPÍTULO II

7. HISTORIA Y DESARROLLO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN COLOMBIA Y SU PORTAFOLIO DE INVERSIONES

7.1 DESARROLLO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN COLOMBIA

En Colombia, el régimen pensional ha sufrido grandes transformaciones: esto debido al desarrollo de una amplia legislación y normalización en este aspecto. Así mismo, son muchos los pronunciamientos de la Superfinanciera de Colombia que han introducido modificaciones en materia pensional.

En los inicios de este desarrollo, se distinguen dos regímenes: el del sector público y el del sector privado, los cuales fueron armonizados con la promulgación de la ley 71 de 1988, y luego, unificados con la ley 100 de 1993:

“El régimen pensional en el sector publico:

Con la expedición de la Constitución Política de 1886, se promulga la ley 50 de 1886, mediante la cual se estableció una pensión a cargo del Estado, como una "recompensa de grandes o largos servicios hechos a la Patria, según la condición social del pensionado...", la cual se logra por mínimo veinte años de labores, servicios que pueden haber sido prestados en distintas épocas. La ley 29 de 1905 incrementó a 30 años el tiempo mínimo de servicio exigido para adquirir el derecho a la pensión.

La ley 6ª de 1945, reguló las “prestaciones oficiales”, y la ley 65 de 1946 creó la "Pensión vitalicia de jubilación, cuando el empleado u obrero llegara a cincuenta (50) años de edad, después de veinte (20) años de servicio continuo o discontinuo", la cual ascendería a las dos terceras partes del promedio de los salarios devengados en el último año de servicio. Esta ley le ordenó al gobierno organizar una “Caja de Previsión Social de los Empleados y Obreros Nacionales”,

la cual sería financiada por aportes del presupuesto nacional y de los empleados, su objeto sería el reconocimiento y pago de las prestaciones oficiales.

La ley 24 de 1947 dispuso que se computaran los servicios prestados en distintas entidades públicas. Si había servido por 10 o más años en empleos de nivel nacional, la pensión sería cubierta por la Caja Nacional de Previsión y las demás entidades debían reembolsar a la Caja la cuota que le fuera porcentualmente determinada, según lo establece el decreto reglamentario 2567 de 1946.

Mediante la ley 33 de 1985 se unificó en 55 años el requisito de la edad para hombres y mujeres, mantuvo el tiempo en 20 años de servicios continuos o discontinuos.

El régimen pensional en el sector privado:

En 1945 la ley 6 "Por la cual se establece el seguro social obligatorio y se crea el Instituto Colombiano de Seguros Sociales", determina que "mientras se organiza el seguro social obligatorio", corresponderá a los patronos de las empresas cuyo capital excediera de un millón de pesos, la obligación de pagar al trabajador que hubiera llegado o llegare a los cincuenta (50) años de edad después de veinte (20) años de servicios continuos o discontinuos, "una pensión vitalicia de jubilación equivalente a las dos terceras partes del promedio de los salarios devengados, sin bajar de treinta pesos (\$30) ni exceder de doscientos pesos (\$200), en cada mes.". La ley 64 de 1946 incrementó el capital de la empresa y el monto mínimo a reconocer.

La ley 90 de 1946 estableció el "seguro social obligatorio" obligando a los patronos a asegurar a los trabajadores contra los riesgos, enfermedades no profesionales y maternidad, invalidez y vejez, accidentes de trabajo y enfermedades profesionales, muerte, creando el "Instituto Colombiano de Seguros Sociales".

Esta norma establece también "el sistema de triple contribución forzosa de los asegurados, de los patronos y del Estado" así como la contribución con las cotizaciones patronales cuando la nación, los departamentos, los municipios y los institutos y empresas oficiales actuaran "analógicamente como patronos".

Las sucesivas reglamentaciones expedidas por el ISS determinaron 500 semanas cotizadas como mínimo y la edad de 60 años, para hombres y mujeres, como requisitos para que la entidad procediera al reconocimiento y pago de la pensión denominada de vejez.

Se puede concluir que el régimen pensional del sector público surge como una “recompensa” al trabajador, mientras que el régimen del sector privado surge como el cubrimiento de un riesgo, mediante cotizaciones y aportes.

La ley 71 de 1988 supera la inamovilidad de los dos sistemas pensionales existentes hasta ese momento, estableciendo la denominada “pensión de jubilación por aportes”, la cual buscaba corregir la injusta discriminación a la que se veían sometidos quienes en su vida laboral debían pasar del sector público al sector privado o viceversa. Esta norma crea la posibilidad de que quienes hubieren cotizado tanto en el sector público como en el sector privado, pudieran sumar los tiempos correspondientes para completar los veinte años de aportes requeridos y así “tener derecho a una pensión de jubilación, siempre que cumplan 60 años o más de edad si es varón y 55 años o más de edad si es mujer”.³³

La Ley 100 de 1993

“La Ley 100 de 1993 que creó el Sistema de Seguridad Social Integral en Colombia, reúne un conjunto de entidades, normas y procedimientos a los cuales pueden tener acceso las personas y la comunidad con el fin principal de garantizar una calidad de vida que esté acorde con la dignidad humana. Con esta se autoriza la creación de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones, encargadas de administrar los recursos destinados a pagar las pensiones de los afiliados que escojan pensionarse de acuerdo con las condiciones en que estos fondos operaran de acuerdo con las disposiciones que dicha ley exige.

La Ley 50 de 1990 por la cual se moderniza el código sustantivo del trabajo, que reglamentan las relaciones individuales entre el trabajador y el empleador buscando justicia y equilibrio entre ambas partes. Esta Ley modifica el antiguo

³³ MEMORANDO 1-0012 – 033945 del 11 de septiembre de 2006. Bogotá, D.C. PARA: Dra. Piedad Pérez de Escobar, Secretaria General. DE: Maritza Hidalgo Aníbal, Directora Jurídica. ASUNTO: Alcance Concepto prescripción – créditos Doble Mesada Pensional.

régimen de cesantías en busca de crear condiciones más favorables para la estabilidad laboral de los colombianos y autoriza la creación de fondos dedicados al manejo de los aportes hechos a los trabajadores por este concepto.”³⁴

“El acto legislativo 01 de 2005 estableció: "Para la liquidación de las pensiones sólo se tendrán en cuenta los factores sobre los cuales cada persona hubiere efectuado las cotizaciones. Ninguna pensión podrá ser inferior al salario mínimo legal mensual vigente. Sin embargo, la ley podrá determinar los casos en que se puedan conceder beneficios económicos periódicos inferiores al salario mínimo, a personas de escasos recursos que no cumplan con las condiciones requeridas para tener derecho a una pensión".

La Ley 1151 de 2007, en su artículo 40, plantea la Vinculación laboral períodos inferiores a un mes, así: “Los trabajadores clasificados en los niveles 1 y 2 del Sisben, cuya vinculación laboral se pacte con una persona natural por días o por períodos inferiores a un mes, sólo estarán obligados a afiliarse y a cotizar al Sistema de la Protección Social, cuyos aportes se realizarán por parte del empleador con una base no inferior a un salario mínimo diario legal vigente de acuerdo a los días laborados.

Esta Ley, en su Artículo 155, determinó la creación de Colpensiones: “De la Institucionalidad de la Seguridad Social y la Administración del Régimen de Prima Media con Prestación Definida. Con el fin de garantizar la actividad de aseguramiento en pensiones, salud y riesgos profesionales en condiciones de sostenibilidad, eficiencia y economía, se mantendrá una participación pública en su prestación. Para el efecto, se autoriza a las entidades públicas para que se asocien entre sí o con particulares para la constitución de sociedades que administran estos riesgos o participen en el capital de las existentes o para que las entidades públicas enajenen alguno o algunos de los negocios a otras entidades públicas o que los particulares inviertan o participen en el capital de las entidades públicas. Adicionalmente crease una empresa industrial y comercial del Estado del orden nacional, con personería jurídica, autonomía administrativa y patrimonio independiente, vinculada al Ministerio de la Protección Social, denominada Administradora Colombiana de Pensiones, Colpensiones, cuyo objeto consiste en la administración estatal del régimen de prima media con prestación definida

³⁴http://es.wikipedia.org/wiki/Administradoras_de_Fondos_de_Pensiones_y_de_Cesant%C3%ADa_de_Colombia

incluyendo la administración de los beneficios económicos periódicos de que trata el Acto Legislativo 01 de 2005, de acuerdo con lo que establezca la ley que los desarrolle.

Colpensiones será una Administradora del Régimen de Prima Media con Prestación Definida, de carácter público del orden nacional, para lo cual el Gobierno, en ejercicio de sus facultades constitucionales, deberá realizar todas las acciones tendientes al cumplimiento de dicho propósito, y procederá a la liquidación de Cajanal EICE, Caprecom y del Instituto de Seguros Sociales, en lo que a la administración de pensiones se refiere. En ningún caso se podrá delegar el reconocimiento de las pensiones.”

Según el Artículo 156 se creó la UGPP: “Créase la Unidad Administrativa Especial de Gestión Pensional y Contribuciones Parafiscales de la Protección Social, UGPP, adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y patrimonio independiente. Esta Unidad Administrativa tendrá a su cargo:

- i) El reconocimiento de derechos pensionales, tales como pensiones y bonos pensionales, salvo los bonos que sean responsabilidad de la Nación, así como auxilios funerarios, causados a cargo de administradoras del Régimen de Prima Media del orden nacional, y de las entidades públicas del orden nacional que hayan tenido a su cargo el reconocimiento de pensiones, respecto de las cuales se haya decretado o se decrete su liquidación.
- ii) Las tareas de seguimiento, colaboración y determinación de la adecuada, completa y oportuna liquidación y pago de las contribuciones parafiscales de la Protección Social. Para este efecto, la UGPP recibirá los hallazgos que le deberán enviar las entidades que administran sistemas de información de contribuciones parafiscales de la Protección Social y podrá solicitar de los empleadores, afiliados, beneficiarios y demás actores administradores de estos recursos parafiscales, la información que estime conveniente para establecer la ocurrencia de los hechos generadores de las obligaciones definidas por la ley, respecto de tales recursos. Esta misma función tendrán las administraciones públicas. Igualmente, la UGPP podrá

ejercer funciones de cobro coactivo en armonía con las demás entidades administradoras de estos recursos.”³⁵

Ley 1328 de 2009. Reforma Financiera - Los Multifondos

“Mediante la Ley 1328 de 2009 se creó la figura de los multifondos, los cuales contemplarán un sistema de ahorro voluntario para la vejez – Beneficios Económicos Periódicos, Beps – lo que hará que los colombianos que estén en la informalidad y ganan menos de un salario mínimo, cuenten con un ingreso para su vejez.

Existirán tres tipos de fondos: El agresivo, para los trabajadores más jóvenes, con un portafolio con inversiones en renta variable hasta del 70%, y el resto en otros papeles como CDT y TES. El moderado, para personas entre los 35 y 45 años, compuesto hasta un 40% de renta variable. Finalmente, el conservador, el cual podrá destinarse sólo en un 20% a renta variable, ya que será para personas entre los 55 y 60 años.

Según Vanguardia, esta figura comenzará a regir desde el 2011 y llegará una notificación a más de 8,7 millones de colombianos afiliados a los fondos de pensiones y cesantías. Las seis AFP que existen informarán a sus cotizantes que en Colombia se inició la era de los multifondos.”³⁶

“Características de los Fondos de Pensiones

- Las AFP deben garantizar seguridad, rentabilidad y liquidez a los afiliados.
- Son vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Deben constituir garantías para responder por el manejo transparente y correcto de las inversiones de los recursos desarrollando planes de capitalización y pensiones.
- Cuentan con la garantía del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

³⁵ El Sistema Pensional Colombiano Después De La Ley 100 - El Papel Del Supervisor De Pensiones En La Seguridad Social En Colombia. Superfinanciera. Ligia Helena Borrero Restrepo, Superintendente Delegada para Pensiones, Cesantías y Fiduciarias. Medellín, 16 de noviembre de 2007

³⁶ <http://www.actualicese.com/actualidad/2009/08/12/fondos-pensionales-colombianos-rentables-o-no/>

- Deben garantizar a sus afiliados una rentabilidad mínima determinada con base en la metodología estandarizada de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Hoy las AFP son los administradores de ahorro más importantes de Colombia.
- Las AFP administran las pensiones obligatorias y las cesantías de los trabajadores colombianos, pero además ofrecen pensiones voluntarias como instrumento de ahorro voluntario con una amplia gama de portafolios de inversión que se ajusta a los perfiles de riesgo de los afiliados.

Qué ofrecen las AFP

Pensión Obligatoria: es un pago de carácter vitalicio y obligatorio, que obtienen las personas afiliadas al Sistema General de Pensiones y que tiene como fin el amparo contra riesgos derivados de vejez, invalidez y muerte. Esta se obtiene a través de la afiliación a una administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías o al Instituto de Seguros Sociales. Este pago se financia con las cotizaciones obligatorias que realizan los trabajadores en su vida laboral.

Cesantías: Son una prestación social que tiene origen en el contrato de trabajo, tienen un carácter obligatorio y deben ser reconocidas liquidadas anualmente por el empleador al empleado. Por Ley, equivalen a un mes de trabajo por cada año laborado y no son entregadas directamente al trabajador sino que son consignadas al Fondo de Cesantías donde éste se encuentra afiliado. Tienen como fin servir como seguro de desempleo, o para financiar vivienda y educación superior.

Pensión Voluntaria: son un producto exclusivo de las AFP que constituye un ahorro voluntario para complementar la pensión obligatoria o para fines específicos de cada afiliado. Su pago es periódico y permite invertir capital de forma segura y productiva en empresas o títulos nacionales o internacionales. Cada administradora tiene una oferta de fondos y portafolios diseñados con el fin de responder a las necesidades de los afiliados buscando diferentes combinaciones de riesgo y rentabilidad en diferentes plazos y de acuerdo con las condiciones del mercado.”³⁷

³⁷http://es.wikipedia.org/wiki/Administradoras_de_Fondos_de_Pensiones_y_de_Cesant%C3%ADa_de_Colombia

7.2 CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES EN LOS FONDOS DE PENSIONES.

De acuerdo a los objetivos que persigan los inversionistas, se proyecta el perfil, así:

➤ **Perfil de liquidez y Seguridad:**

Corresponde normalmente a los inversionistas que no conocen bien el mercado y sus instrumentos y por tanto, no desean arriesgar los pocos recursos que poseen o bien no están preparados para afrontar posibles pérdidas.

➤ **Perfil de rendimientos altos:**

En este perfil se ubican los inversionistas que ya tienen un amplio conocimiento de los diferentes instrumentos de deuda, poseen mayores recursos y asumen un riesgo poco o mucho, de acuerdo a la tasa de retorno que desean tener.

➤ **Perfil conservador de largo plazo:**

Se ubican aquí los administradores de los portafolios de inversión de las AFP; se caracteriza por su política de inversión adversa al riesgo, su principal objetivo es que los recursos de sus afiliados obtengan rendimientos en el tiempo sin depender de las variaciones de precio y tipo de cambio.

Con la introducción de la ley 1328 de 2009 que creó la figura de los multifondos, según la cual, los afiliados a los Fondos de Pensiones podrán elegir el tipo de riesgo de inversión (conservador, moderado o agresivo) de sus recursos a partir del año 2011, en el cual entrará en vigencia dicha ley.

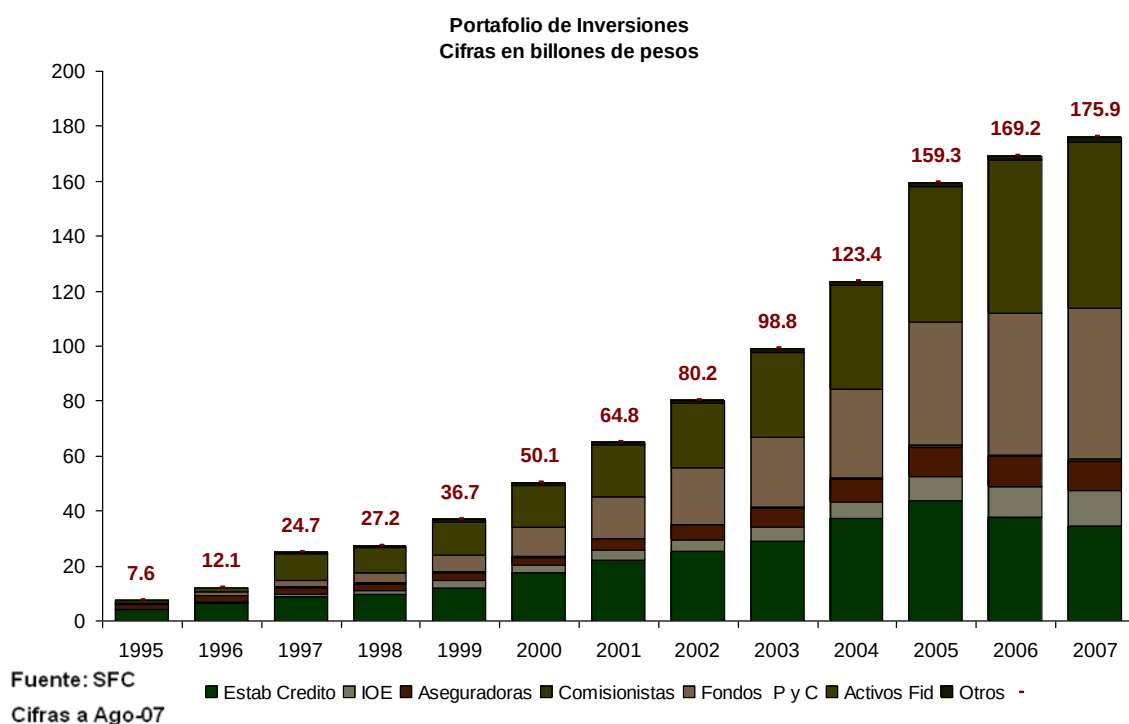
7.3 COMPORTAMIENTO DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

De acuerdo con el perfil de inversión que manejan los portafolios de inversión de los Fondos de Pensiones, se observa un comportamiento bastante conservador en

los últimos años. Los administradores han optado por acomodarse a las opciones que menor riesgo les representan. Sin embargo, se espera que esta situación cambie al entrar en vigencia la reforma financiera de multifondos.

A continuación, se observa la evolución de las inversiones de los portafolios de inversión de las AFP:

Gráfica N° 1. Composición Portafolio de Inversiones y carteras colectivas

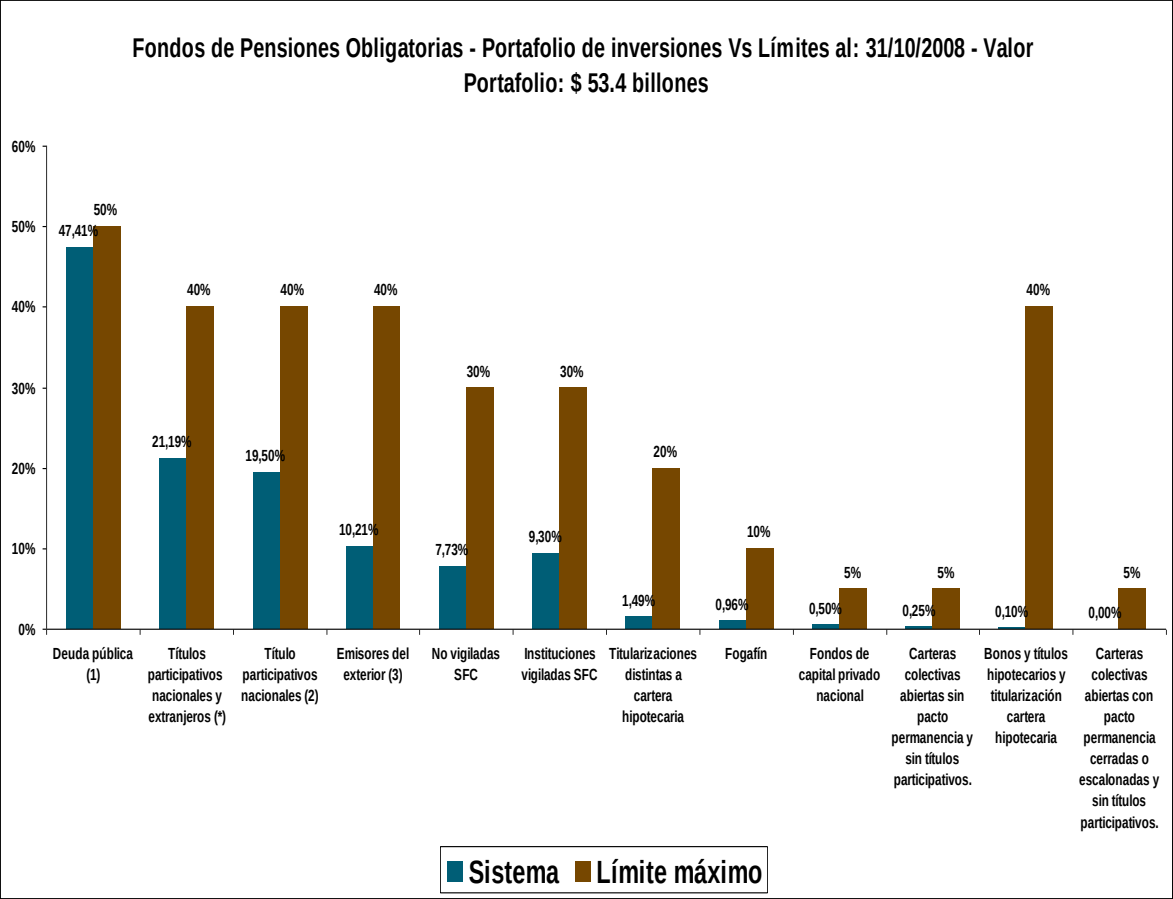


La gráfica N° 1 muestra el incremento en los portafolios de inversión de las diferentes compañías, como establecimientos de crédito, IOE, Aseguradoras, Comisionistas, Fondos de Pensiones y Cesantías, Fiduciarias, entre otros. Se observa como a partir del año 1995 las inversiones crecieron en una forma considerable. El mayor crecimiento se aprecia en los fondos de pensiones, seguido por los establecimientos de crédito. Esta variación inició a partir de 1993 debido a reforma pensional que llegó con la ley 100; a partir de esta reforma, el negocio que forman los fondos de pensiones empezó a crecer y ganar más y más participación en el mercado; otro factor importante es que a la fecha las AFP no

tienen una cantidad representativa de pensionados (de momento, sus recursos aumentan cada mes por los aportes de sus afiliados)

Gráfica Nº 2. RAIS - Régimen de ahorro individual

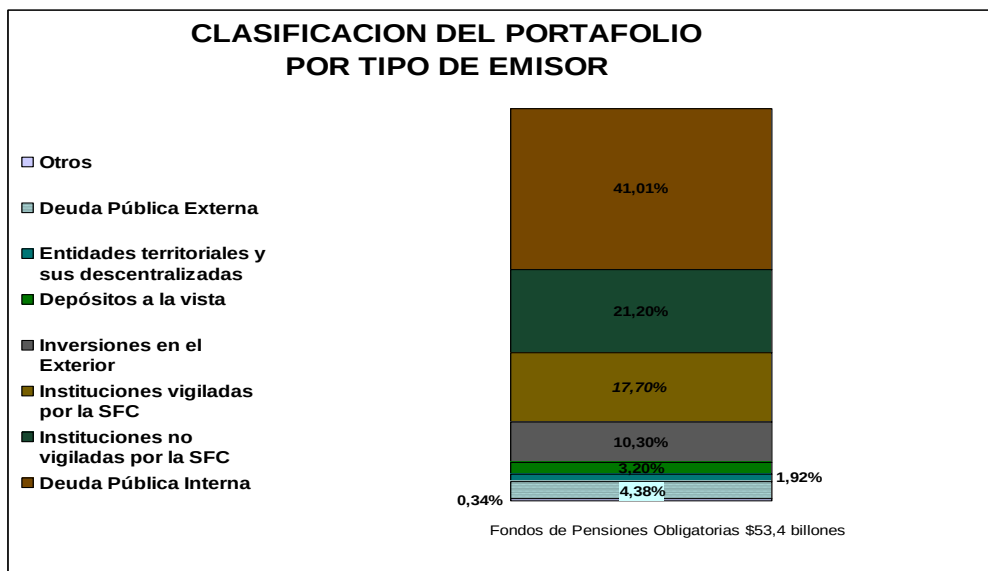
Inversiones de los recursos vs limites



Fuente SFC

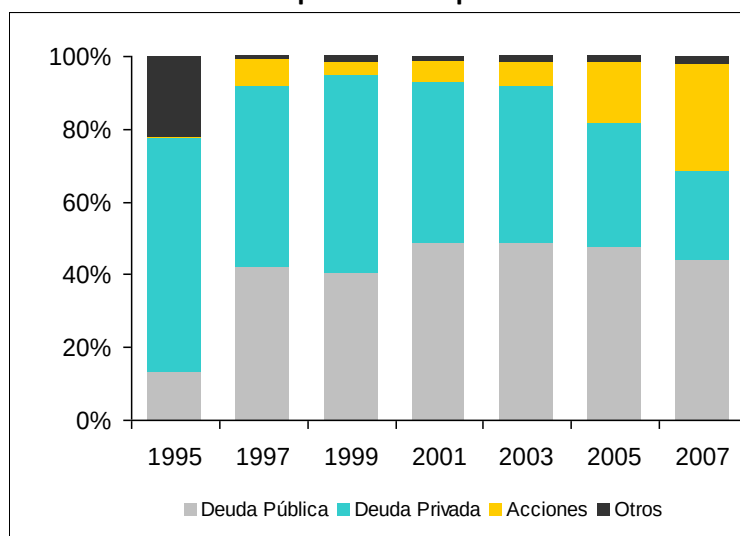
Gráfica N° 3. RAIS - Régimen de ahorro individual

Inversiones de los recursos



Fuente SFC

Gráfica N° 4. Evolución de la composición del portafolio de Pensiones Obligatorias



Fuente: SFC

En las gráficas N° 2, 3 y 4 se observa que los portafolios de Inversión de los Fondos de Pensiones han sido administrados bajo una política muy conservadora. Siendo los Títulos de Deuda Pública Interna, inversiones con cero riesgo, los más

atractivos para los administradores de dichos portafolios, se observa que es en esta opción de inversión donde se llega casi al tope máximo permitido.

Gráfica N° 5. Evolución del Valor de las acciones en el total de portafolios

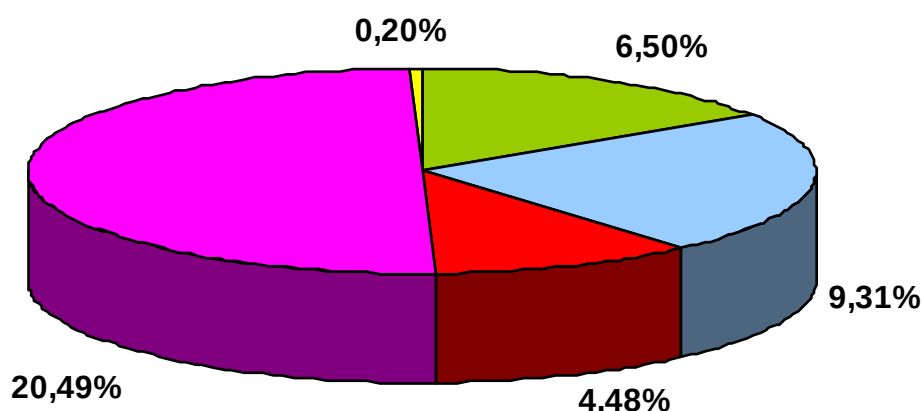


Fuente: SFC

Sin embargo, en los últimos años, el mercado financiero ha ofrecido otras alternativas atractivas de inversión, en la cuales los rendimientos son más atractivos que los ofrecidos por los TES, entre ellos: las acciones. Es por esto (como muestran las gráficas N° 4 y 5), que se observa un comportamiento creciente en la participación de este tipo de inversión para el portafolio de inversión de las AFP. De igual manera, se observa en la gráfica N° 4 que este crecimiento ha sido en detrimento de las inversiones en los títulos de deuda privada.

Gráfica N° 6. Inversión En Acciones Por Sectores a 31/03/2009

Fondos de Pensiones Obligatorias Cifras en USD millones



SECTOR FINANCIERO	SECTOR ENERGETICO
SECTOR REAL	TOTAL ACCIONES
SECTOR COMUNICACIONES	

Evolución inversión en Acciones	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
	1.802	2.804	5.661	5.216	5.033

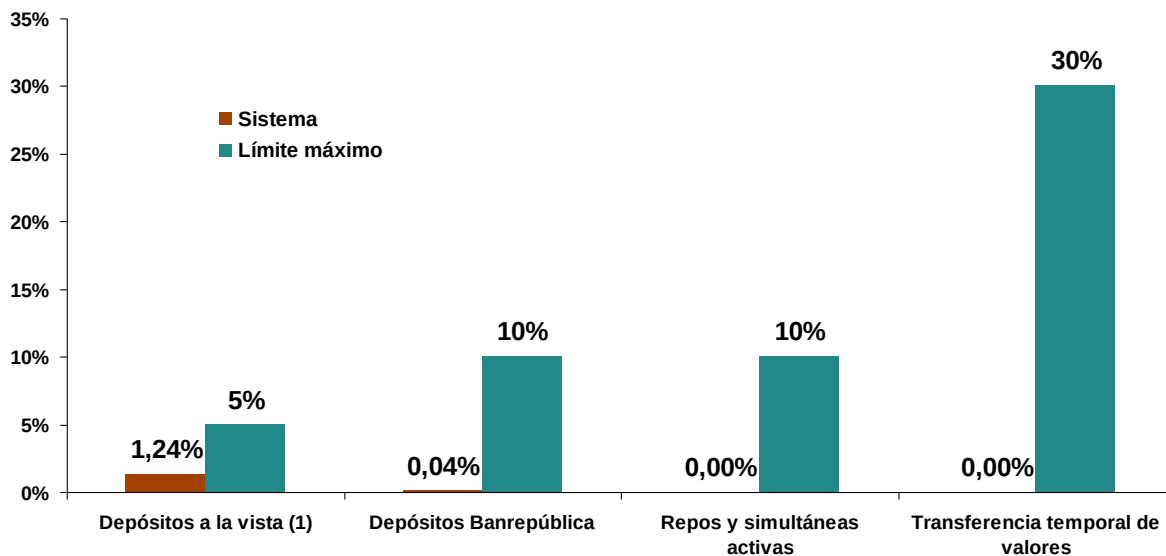
Fuente: SFC

A marzo de 2009, la composición del portafolio de inversión en acciones de las AFPs, alcanzaba la suma de 5.033 millones de USD, que correspondían al 20,49% de los recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias. El sector energético ha obtenido la mayor participación de estos recursos.

El auge que las inversiones en acciones han logrado se debe a la rentabilidad que éstas le representan a los portafolios de inversión de las AFPs, es por esto que se consolidan cada día como una buena alternativa de inversión, incluso a pesar que presentan un mayor riesgo que la inversión en TES. Aunque la rentabilidad de estas acciones varía de acuerdo a diversos aspectos como la participación dentro de la compañía y el valor que las acciones adquieran en la bolsa de valores, siguen siendo atractivas ya que en los últimos años han reportado grandes utilidades a sus inversionistas.

Gráfica N° 7. RAIS – Fondos de Pensiones Obligatorias

Inversiones de los recursos vs límites en depósitos a la vista, repos y transferencia temporal de valores al 31 de marzo de 2009.

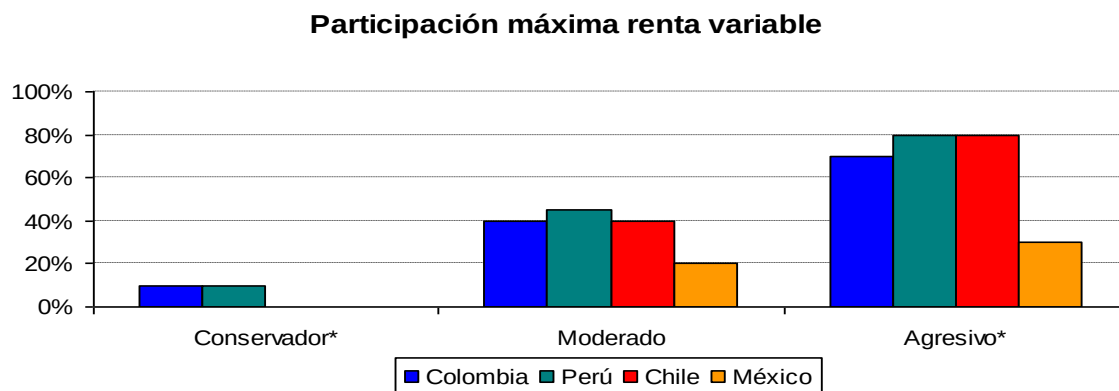


Fuente SFC

La gráfica N° 7 muestra las inversiones a corto plazo de los portafolios de inversión. De los límites permitidos, el sistema no posee una concentración, excepto, en Depósitos a la vista (cuentas de ahorro, carteras colectivas y préstamos interbancarios), cuyo monto no es tan representativo frente al límite; esto porque dichas inversiones representan menor rentabilidad y mayor riesgo frente a los TES y es por ello que se observa una amplia preferencia por las inversiones a largo plazo que son compensadas en rentabilidad.

Gráfica N° 8. La reforma financiera: Los multifondos

Límites de inversión por clase de activo



Fuente: SFC

La gráfica N° 8 muestra una proyección del tipo de participación que podrán tener los portafolios de inversión de los fondos de pensiones a partir del año 2011, en el cual entrará en vigencia la Ley 1328 de 2009, en comparación con los países que ya cuentan con este régimen de multifondos. Muestra claramente la diferencia en los perfiles de inversión de acuerdo a cada tipo de fondo que entrará en vigencia.

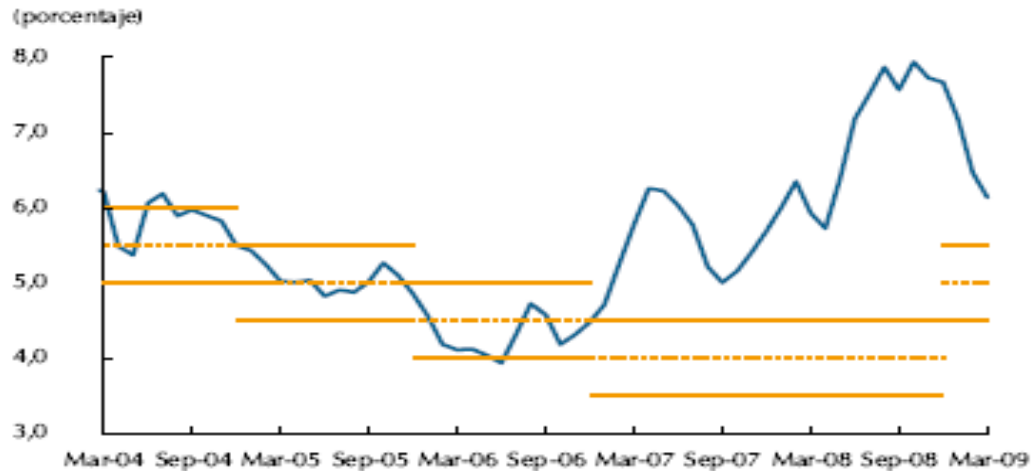
Los límites de inversión en títulos valor de renta variable serán de acuerdo al perfil que los ahorradores decidan acogerse. Así, por ejemplo, quien desee asumir un tipo conservador tendrá la seguridad que sus activos no podrán ser arriesgados en títulos con alto riesgo en un porcentaje mayor al 10%; caso contrario con los ahorradores del perfil agresivo cuyos recursos podrán invertirse hasta un 70% en estos títulos.

7.4 COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DE LA RENTABILIDAD DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN

La rentabilidad de los portafolios de inversión de las AFP presentó una gran caída especialmente durante el periodo 2007 – 2008, cuando la economía del país presentaba mayores incrementos porcentuales en la inflación a los presentados hasta el 2006 como lo muestra la gráfica N° 9. Estos incrementos ocasionaron que las tasas de interés del mercado aumentaran, ocasionando que las tasas de

interés de los TES perdieran valor frente al mercado de valores. A partir del año 2009, la variación porcentual de los índices de precio al consumidor iniciaron una variación cada vez menor frente a dicho periodo y los TES cobraron valor en el mercado secundario, siendo los más apetecidos, los Títulos próximos a su vencimiento, pues fueron emitidos a tasas de interés con mayor rentabilidad.

Gráfica Nº 9. Inflación anual al consumidor y metas

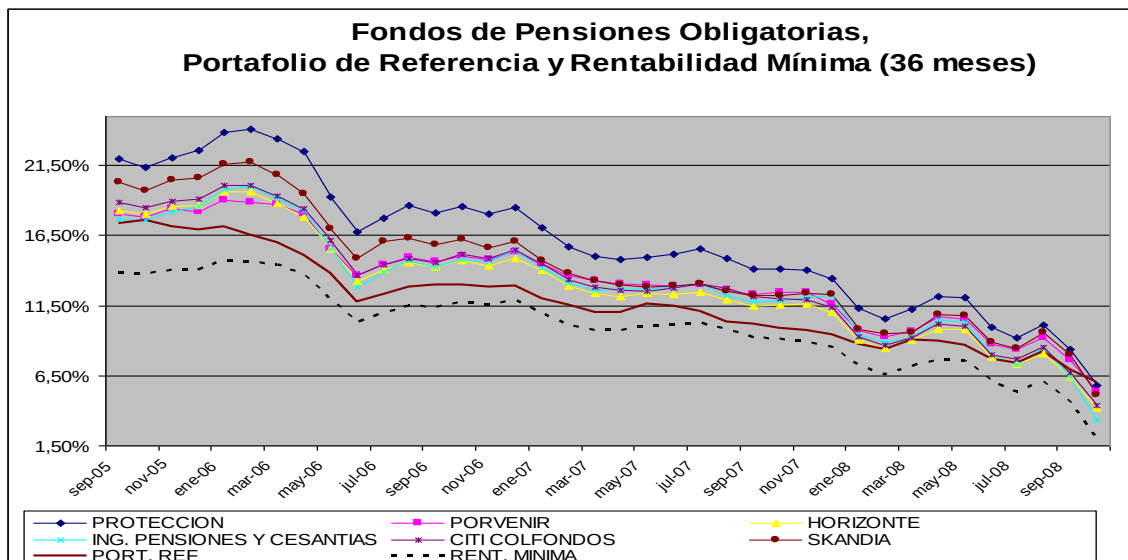


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfica Nº 10. RAIS - Régimen de ahorro individual

Evolución rentabilidad acumulada



Fuente: SFC

Tabla N° 2. Publicación rentabilidad de los Fondos de Pensiones Obligatorias y de Cesantía a Septiembre de 2009.

FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS							
FONDO	RENTABILIDAD ACUMULADA EFECTIVA ANUAL PARA EL PERIODO			COMISION DE ADMINISTRACION POR APORTES OBLIGATORIOS (2)	SEGUROS PREVISIONALES (2)	FONDO DE GARANTIA DE PENSION MINIMA (2)	PORCENTAJE ABONADO EN LA CUENTA INDIVIDUAL (2)
	30 DE SEPTIEMBRE DE 2006 A 30 DE SEPTIEMBRE DE 2009	30 DE SEPTIEMBRE DE 2004 A 30 DE SEPTIEMBRE DE 2009	MAYO DE 1994 (Inicio de operaciones) A 30 DE SEPTIEMBRE DE 2009 (1)				
SKANDIA	14.85%	15.09%	16.33%	1.53%	1.47%	1.50%	11.50%
PROTECCION	14.48%	15.94%	17.78%	1.75%	1.25%	1.50%	11.50%
CITI	13.32%	13.85%	15.96%	1.63%	1.37%	1.50%	11.50%
COLFONDOS ING.							
PENSIONES Y CESANTIAS	13.11%	13.62%	15.94%	1.60%	1.40%	1.50%	11.50%
PORVENIR	12.98%	13.76%	15.58%	1.55%	1.45%	1.50%	11.50%
BBVA							
HORIZONTE	12.39%	13.32%	15.46%	1.40%	1.60%	1.50%	11.50%
PROMEDIO PONDERADO (*)	13.40%	14.28%	16.22%	1.59%	1.41%	1.50%	11.50%

Estas rentabilidades NO son indicativas de futuros resultados

(1) Para Skandia, esta rentabilidad corresponde al período comprendido entre marzo/95, fecha en la cual inicio operaciones el fondo, y septiembre/09.

(2) Porcentaje aplicado sobre el ingreso base de cotización, según reglamento de los fondos

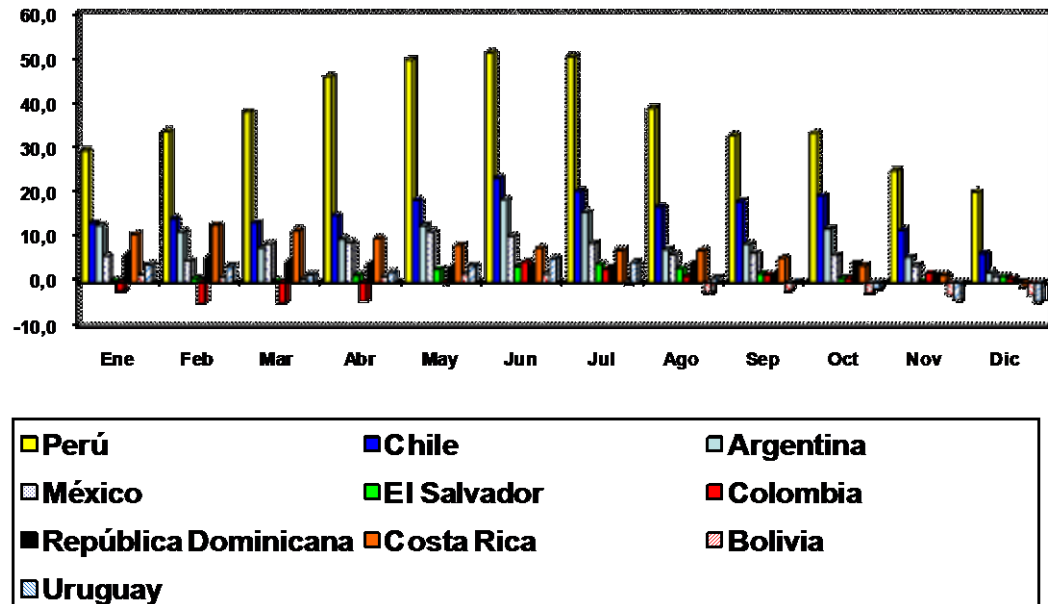
(*) Ponderado por el promedio del saldo diario de los fondos

Fuente: SFC, carta circular 79 de 2009

La gráfica N° 10 y la tabla N° 2 muestran las rentabilidades acumuladas de los diferentes fondos de pensiones que funcionan en Colombia. A partir del año 2006, se hace notoria una curva descendente la cual se explica por las bajas rentabilidades reportadas en el periodo 2007 – 2008. La variación negativa está presente en todas las AFPs y están entre los 2 y 3 puntos porcentuales frente a la rentabilidad acumulada desde el inicio de operaciones de cada Fondo.

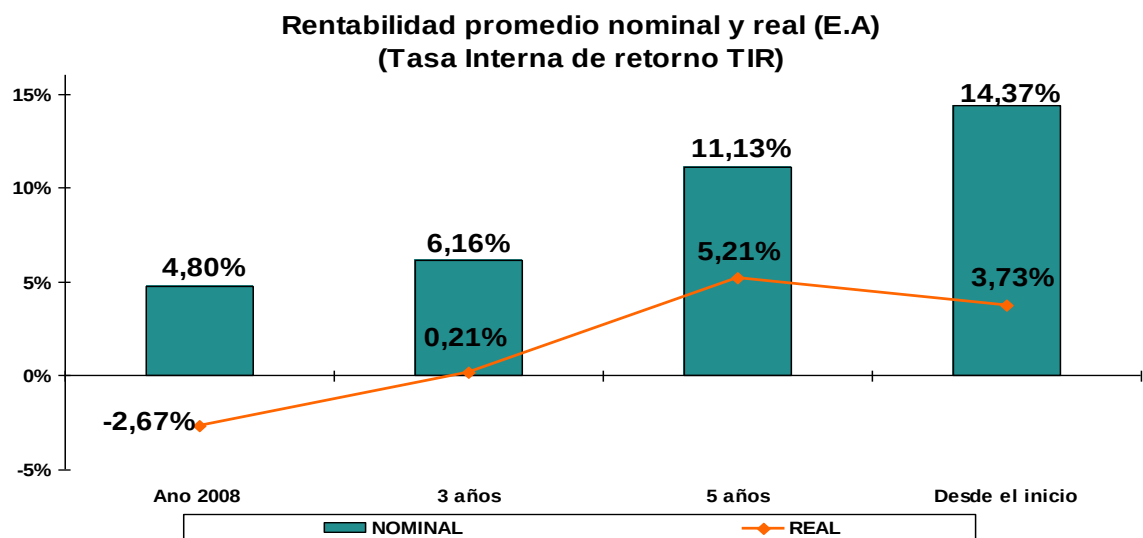
En cuanto a la relación frente a la rentabilidad mínima, la rentabilidad de cada fondo ha estado por encima del límite establecido, siendo los Fondos Protección y Skandia los que mostraron mayores rentabilidades, contrario al Fondo BBVA Horizonte que se mostró como el más cercano a la rentabilidad mínima.

Gráfica N° 11. Evolución rentabilidad real anual durante el 2007



Fuente: SFC

Gráfica N°12. Impacto de la Crisis en Colombia y Países con Multifondos

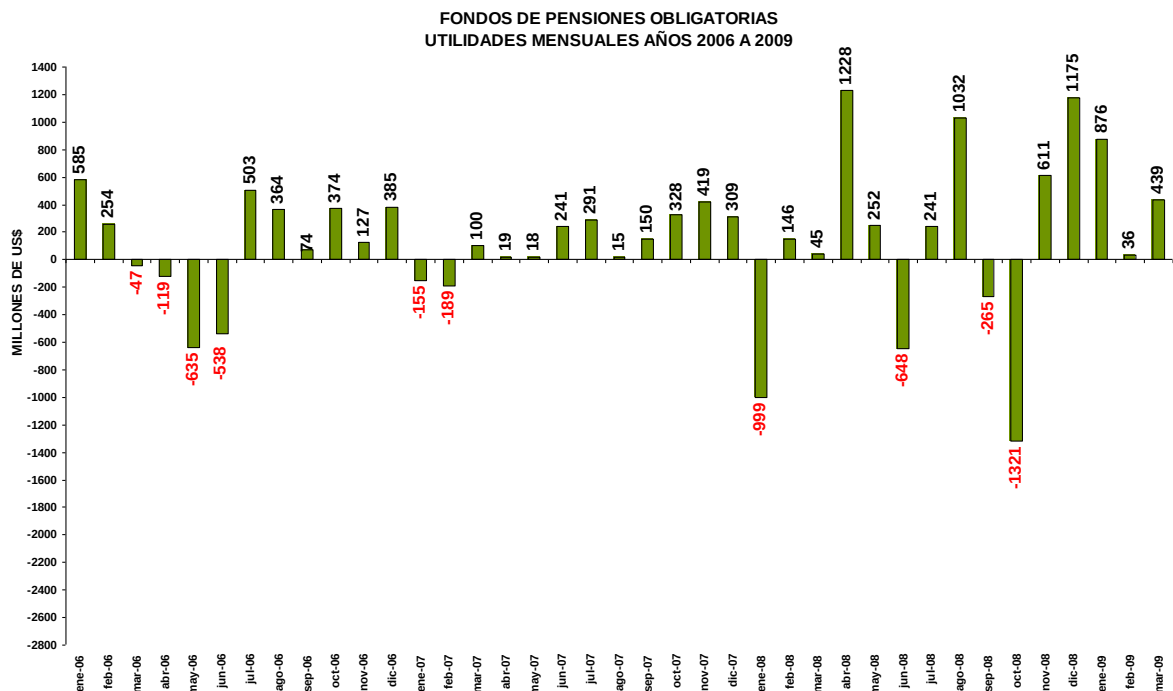


Fuente: SFC

Las gráficas N° 11 y 12 muestran la rentabilidad real durante los años 2007 y 2008, en los que el impacto de la crisis financiera ocasionó grandes pérdidas en los portafolios de inversión de las AFPs. Los efectos de esta crisis, fueron percibidos negativamente por sus afiliados, fueron innumerables los artículos de prensa y revistas económicas que criticaron fuertemente la situación que aparentemente afectaba a los ahorradores, más no a las administradoras.

Ante esto, el presidente de Asofondos (Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías) y los administradores de los Fondos de Pensiones, pidieron la tranquilidad de la población pues querían que el público se informara mejor frente a las consecuencias de las rentabilidades negativas que mostraban las estadísticas y que fueran conscientes de que los valores volverían a subir; sin embargo, fueron muchos los ahorradores que ante las apariencias, decidieron retirar sus recursos.

Gráfica N° 13. Impacto en los afiliados y pensionados que asumen el riesgo financiero... Lo que ven los afiliados y pensionados (*pérdidas en el corto plazo*)

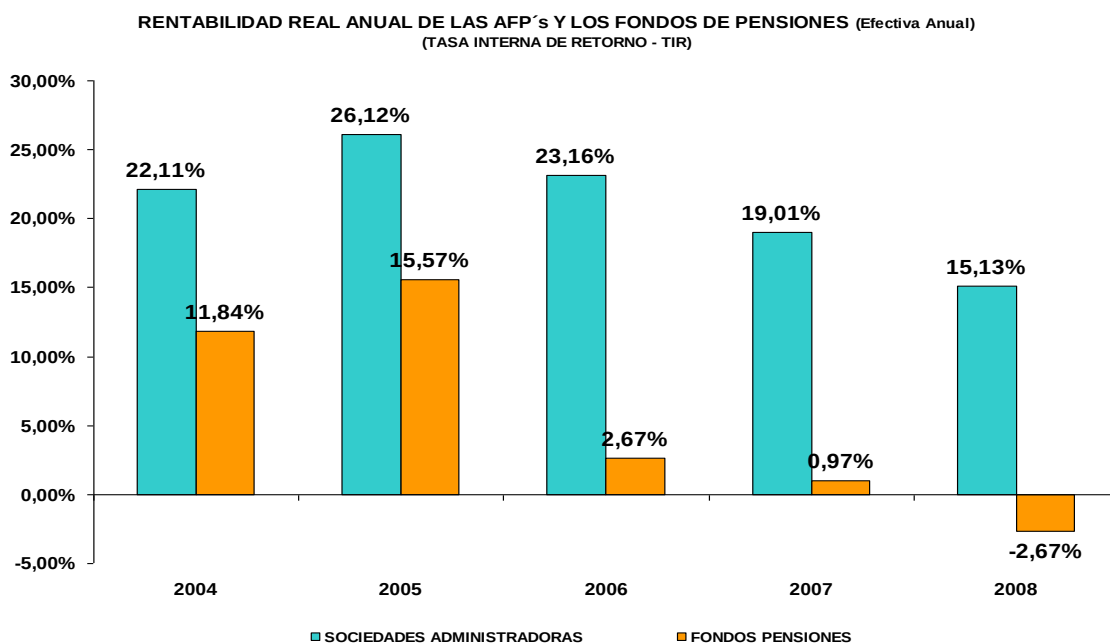


Fuente: SFC

En la gráfica N° 13 se observan las rentabilidades mensuales negativas que los afiliados a los Fondos de Pensiones Obligatorias percibieron en sus extractos durante el periodo 2006 – 2008. Estas pérdidas fueron calificadas a corto plazo y afectaron directamente a los ahorradores que retiraron los recursos de las AFPs por miedo a caídas mayores o bien porque en estas fechas cumplían con los requisitos para acceder a la liquidación de sus pensiones.

A pesar de las diversas comunicaciones emitidas por las AFPs, donde pedían que sus afiliados que esperaran a que el mercado financiero mejorara para realizar estos retiros o liquidaciones. Fueron muchas las personas que no contaban con la información adecuada acerca del funcionamiento y estructura de los portafolios de inversión de los Fondos de Pensiones y prefirieron asumir las pérdidas que a la fecha se reportaban.

Gráfica N° 14. Impacto en los afiliados y pensionados que asumen el riesgo financiero... Lo que ven los afiliados y pensionados (*Rentabilidad positiva en las AFP y negativa en FPO en periodos cortos*)



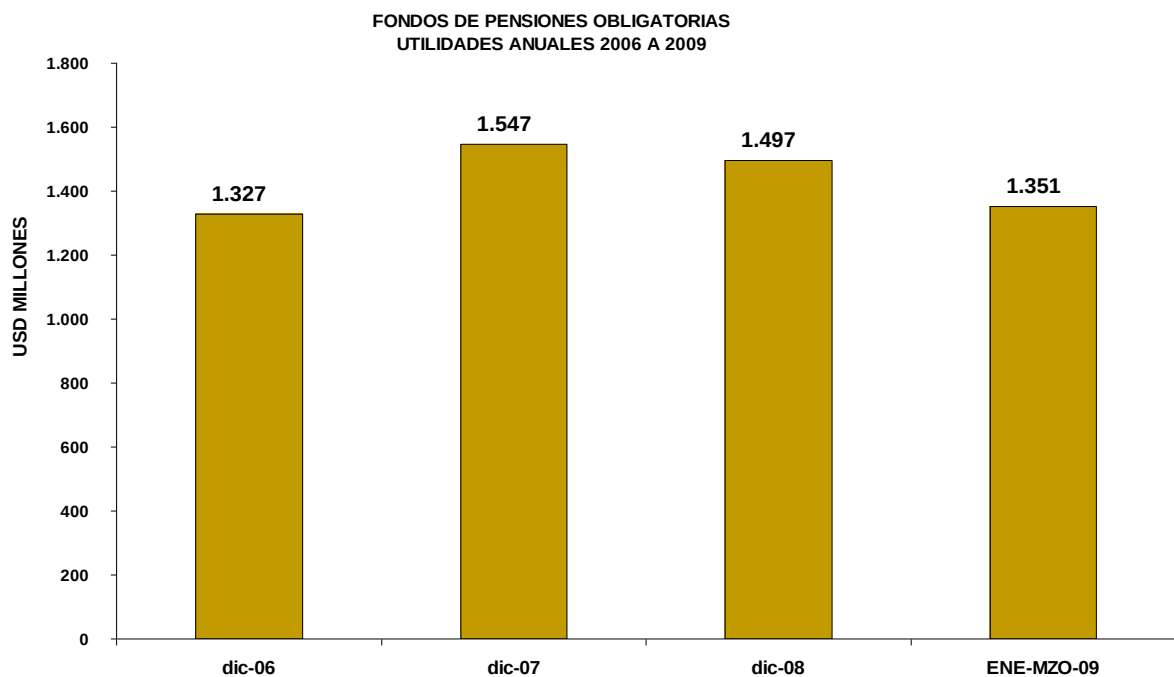
Fuente: SFC

Durante la crisis financiera, la mayor inconformidad era frente a los beneficios que registraban las AFPs en el mismo periodo en que sus afiliados percibían grandes pérdidas en sus extractos. Esto desató un sin número de contraposiciones al

respecto; se criticó fuertemente el objetivo de los Fondos de Pensiones de garantizar a sus ahorradores el crecimiento de su dinero en términos de no perder poder adquisitivo en el mercado; los medios de comunicación calificaron el hecho como “curioso” y a la vez, se agudizó el sentimiento de desconfianza que se generaba en los afiliados (Gráfica N° 14).

Aún en el año 2009, cuando ya los fondos de pensiones empezaron a reportar rentabilidades positivas, algunos conocedores del mercado financiero solicitaron que se estudiara con lupa la manera en que dichos fondos administraban el dinero de sus afiliados.

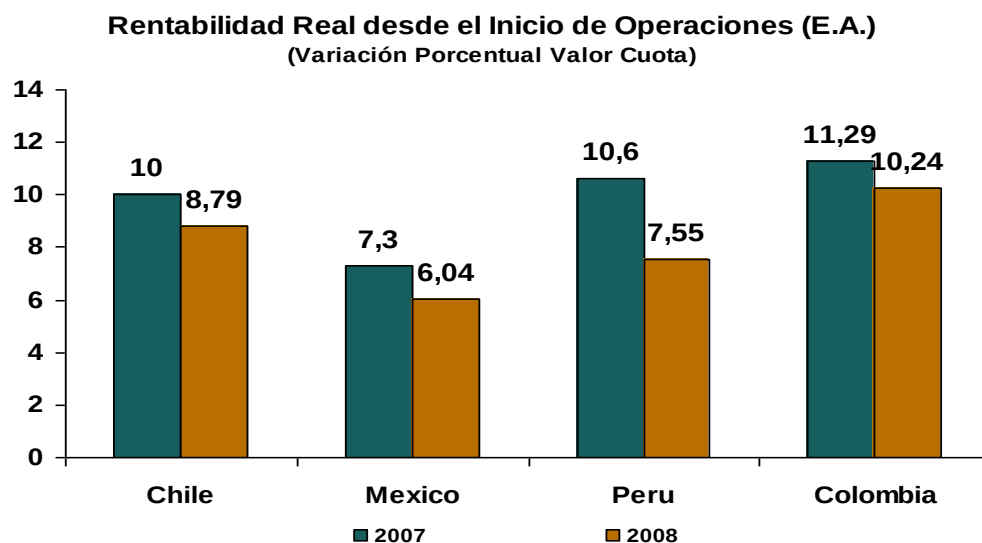
Gráfica N° 15. Impacto en los afiliados y pensionados que asumen el riesgo financiero... Lo que NO ven los afiliados y pensionados (*Utilidades en el largo plazo*)



Fuente: SFC

Los afiliados deben tener en cuenta las utilidades a largo plazo que pueden obtener al mantener sus recursos en los Fondos de Pensiones. Éstas deben ser consideradas detenidamente al momento de solicitar la liquidación de pensiones ó retirar sus recursos de las AFPs (Gráfica N° 15).

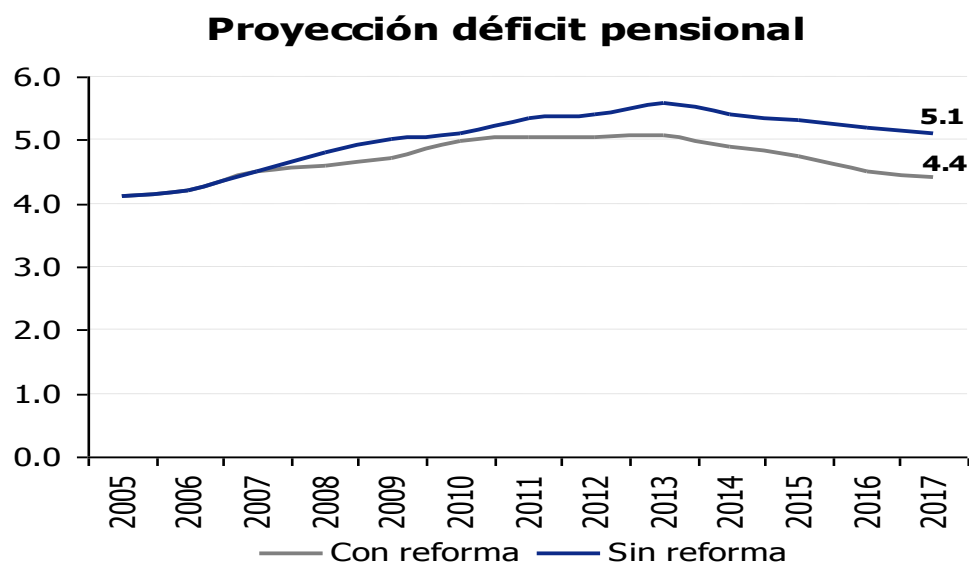
Gráfica N° 16. Impacto de la Crisis en Colombia y Países con Multifondos



Fuente: SFC

No obstante que en Colombia aún no se han introducido los multifondos (ley 1328 que entrará en vigencia a partir de 2011) la diversificación lograda con la regulación actual, ha permitido un buen desempeño de los Fondos de Pensiones Obligatorios Colombianos frente a otros países latinoamericanos (Gráfica N° 16).

Gráfica N° 17. Proyección del déficit pensional hasta el año 2017



Fuente: Ministerio de la Protección Social

Lo que busca el gobierno con la reforma pensional propuesta en la ley 1328, “los multifondos”, es disminuir parte del déficit pensional; situación que en los últimos años se venía incrementando de acuerdo con la gráfica N° 17.

CAPÍTULO III

8. PANORAMA GENERAL DE LOS TÍTULOS DE TESORERÍA NACIONAL (TES) EN COLOMBIA ENTRE LOS AÑOS 2000 – 2008

8.1 CARACTERÍSTICAS DE LOS TES

Los TES son títulos de deuda pública emitidos por la Tesorería General de Nación. Son una de las mayores fuentes de financiación del Estado, se pueden negociar libremente en el mercado secundario y constituyen un instrumento macroeconómico de regulación monetaria utilizado por el Gobierno para controlar la expansión o contracción de la economía del país.

Objetivos

1. Desarrollar y profundizar el mercado de capitales Colombiano.
2. Incentivar el ahorro interno a largo plazo.
3. Informar al mercado financiero sobre las expectativas y precios por plazo.
4. Implementar una curva de rendimientos dentro del mercado que permite su profundización.
5. Atraer inversionistas institucionales³⁸

Características

Los Títulos de Tesorería -TES- se introdujeron mediante la Ley 51 de 1990, que dispuso dos tipos de TES:

TES Clase A, utilizados para cubrir el pasivo existente con el Banco Central (Banco de la República), y para sustituir a su vencimiento la deuda contraída en

³⁸<http://www.eafit.edu.co/NR/rdonlyres/2737DBB2-7F94-4FC4-BD57->

BEFEE1FCBB36/0/Boletin10T%C3%ADtulosdeTesor%C3%ADaDaTESDefinitivo.pdf

Operaciones de Mercado Abierto (OMAS) a través de Títulos de Participación creados con base en las resoluciones 28 de 1986 y 50 de 1990.

TES Clase B, destinados a la financiación de la Nación (Apropiaciones presupuestales y Operaciones temporales de Tesorería del Gobierno Nacional), para sustituir a su vencimiento a los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y para emitir nuevos títulos para reponer los que se amorticen o deterioren sin exceder los montos de emisión autorizados³⁹.

Características Generales

- Los TES Clase B se dividen según su rendimiento en TES Clase B de Tasa Fija y TES Clase B de Tasa Variable. Los TES Clase B de Tasa Fija son emitidos para los plazos de 1, 2, 3, 5, 7 y 10 años, mientras que los plazos para los de Tasa Variable son de 5, 7 y 10 años.
- Los TES Clase B son emitidos por la Nación y cuentan con la garantía de ésta.
- Sus rendimientos y redención se atienden con cargo a los recursos del Presupuesto General de la Nación.
- Pueden ser administrados directamente por la Nación o ésta puede celebrar con el Banco de la República o con otras entidades nacionales o extranjeras, contratos de administración fiduciaria.

Características Financieras

- Los TES Clase B pueden estar conformados por el principal y cupones de intereses anuales. Tanto el principal como los cupones pueden ser negociados de forma independiente.
- Son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario.
- Los TES Clase B devengan intereses periodo vencido sobre los cuales se aplica retención en la fuente, al igual que sí se colocan con descuento primariamente.

³⁹ http://www.afin.com.co/BancoConocimiento/R/Renta_Fija/Renta_Fija.asp?CodSeccion=3

- Pueden ser denominados en moneda extranjera o en unidades de valor real constante –UVR-, dependiendo de las condiciones de la emisión⁴⁰.

8.2 COMPORTAMIENTO ECONÓMICO DE LOS TES

El papel que juegan los TES en la economía nacional está directamente relacionado con la inflación. Las tasa de interés de los TES que emite el gobierno y que son administradas por el Banco de la República, varían de acuerdo a las expectativas que se tengan sobre la variación porcentual de los precios al consumidor (índice de inflación), esto porque la inflación está relacionada también con las tasas de interés del mercado financiero.

El rendimiento financiero de los TES en el mercado secundario también está sujeto al comportamiento de la inflación, las tasas de interés son más atractivas cuando la inflación está a la baja como ocurrió hasta el año 2006; caso contrario ocurrió en el periodo 2007 – 2008, cuando la inflación se incrementaba mes a mes y los Títulos de Deuda Pública perdían adeptos en el mercado porque las tasas ofrecidas por otras alternativas de inversión eran más convenientes.

Al finalizar el año 2008, el emisor tenía plena confianza en que la inflación que venía incrementando constantemente, sería controlada en el futuro ocasionando una disminución en las tasas de interés del mercado financiero, por lo tanto, su gerente, José Darío Uribe, anunció en la Asamblea anual de la Andi realizada en la ciudad de Cartagena en agosto de 2008, que disminuirían las tasas de interés de los TES, pues existían indicios de despreocupación por la inflación a partir del año 2009 y se aprovechaba la oportunidad para disminuir los costos que ocasionaban al país el pago de altas tasas de interés en los Títulos de Deuda Pública⁴¹.

Estas medidas adoptadas por el gobierno y que se hicieron repetitivas en diferentes épocas del año 2009 ocasionaron grandes ganancias para los

⁴⁰<http://www.eafit.edu.co/NR/rdonlyres/2737DBB2-7F94-4FC4-BD57-BEFEE1FCBB36/0/Boletin10T%C3%ADtulosdeTesor%C3%ADaDaTESDefinitivo.pdf>

⁴¹http://www.portafolio.com.co/economia/economiahoy/2008-08-09/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4436243.html. ROLANDO LOZANO / ENVIADO ESPECIAL / CARTAGENA

comisionistas y otros que aprovecharon la oportunidad de negociar los títulos de corto vencimiento, como entre el 2009 y el 2011, con grandes valorizaciones porque habían sido emitidos a tasas de interés superiores a las tasas de referencia que estaba manejando el emisor.

Los grandes beneficiados de estas alzas en los precios de los TES fueron los afiliados a las AFPs que como inversionistas institucionales, tenedores de gran cantidad de estos Títulos, reportaron grandes beneficios al negociarlos en el mercado secundario.

8.3 COMPORTAMIENTO LOS TES EN EL MERCADO FINANCIERO

La financiación del gobierno por medio de Títulos de deuda pública ha sido acertada desde sus inicios porque le ha permitido al emisor incrementar la liquidez de sus recursos a través de la captación oportuna de dineros. Los TES han tenido una gran acogida en los inversionistas; por ejemplo, para el año 2002, durante el primer semestre ya se había logrado el total de la captación presupuestada para todo el año, situación que cambió un poco en el año 2003, cuando se lograron captar 12,8 billones de los 12,9 billones presupuestados.

Para el año 2004, se hizo necesario un reajuste en los prepuestos debido a la decisión del gobierno de realizar un proceso de recomposición de deuda externa por deuda interna; en ese sentido, las emisiones lograron captar 15,8 billones, cuando en el presupuesto inicial se esperaba obtener recursos hasta por 13,8 billones. En el año 2005, se logró cumplir el 97% de las captaciones presupuestadas a través de los TES, resultado similar al obtenido a diciembre de 2006 (97% a diciembre 7).

Durante el año 2007, diversos factores como el cierre de la venta de activos del gobierno como Bancafé y los incrementos en los recaudos tributarios por parte de la DIAN hicieron que el presupuesto de captaciones por medio de los TES disminuyeran logrando un cumplimiento temprano de las nuevas metas.

Cuando se acercan los vencimientos de pago de los TES se generan expectativas frente a las necesidades del gobierno de cumplir con las obligaciones adquiridas por la necesidad de contar con flujos de caja que permitan cancelar oportunamente los capitales sin desencadenar presiones de corto plazo irremediables. Es tan alto el grado de confianza de los inversionistas en los Títulos emitidos por el Estado Colombiano, que en algunos casos, se recurre a canjear papeles de corto plazo por papeles de largo plazo sin provocar intranquilidad en los tenedores de estos Títulos.

En el panorama actual, el Estado ha observado como la medida adoptada a finales del año 2008 para disminuir cada vez más los precios de referencia para los TES, generó expectativas positivas en el mercado secundario de los mismos.

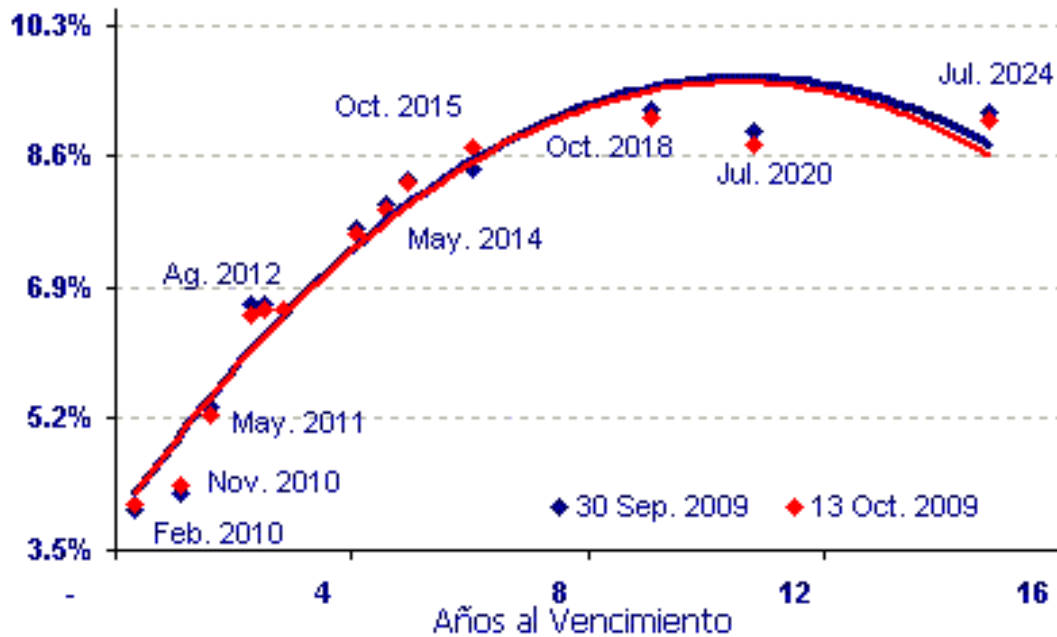
Sin embargo, en el mercado primario, a partir del último trimestre de 2008 se inició la venta de otros bonos de renta fija, denominados nocionales que permitieran cubrir las expectativas de captación de recursos.

8.4 ESTADÍSTICAS DE LA RENTABILIDAD DE LOS TES

La rentabilidad de los TES, en el mercado secundario, varía conforme se aproxima el vencimiento de los títulos disponibles en el mercado y de acuerdo también al comportamiento que presente la inflación y las tasas de interés en el mercado financiero. Esta variación se percibe cada que se cierra un periodo con nuevos datos de la inflación, como los muestra la gráfica N° 18.

Gráfica N° 18. Curva de Rentabilidad

Curva de Rentabilidad TES Tasa Fija



TES	Cierre 30 Sep. 2009	Cierre 13 Oct. 2009
Febrero 2010	4.035%	4.10%
Noviembre 2010	4.225%	4.34%
Mayo 2011	5.364%	5.26%
Enero 2012	6.680%	6.53%
Abril 2012	6.681%	6.60%
Agosto 2012	6.612%	6.62%
Noviembre 2013	7.672%	7.61%
Mayo 2014	7.990%	7.92%
Septiembre 2014	8.289%	8.27%
Octubre 2015	8.450%	8.73%
Octubre 2018	9.200%	9.10%
Julio 2020	8.910%	8.76%
Julio 2024	9.167%	9.05%

Fuente: Tesorería Banco de Bogotá – SEN⁴²

⁴² http://www.grupoaval.com.co/portal/page?_pageid=33,256972&_dad=portal&_schema=PORTAL

Tabla Nº 3. Datos Histórico TES

Histórico TES				
dd/mm/aa	TES	Anterior	Actual	Variación
13/11/09	Julio 2020	8.02	8.03	0.10% ▲
11/11/09	Octubre 2018	8.37	8.24	1.48% ▼
13/11/09	Octubre 2015	7.77	7.51	3.28% ▼
29/10/09	Septiembre 2014	7.68	7.56	1.56% ▼
13/11/09	Noviembre 2013	6.16	6.25	1.48% ▲
13/11/09	Mayo 2011	4.27	4.57	7.10% ▲
13/11/09	Noviembre 2010	4.00	4.06	1.45% ▲
13/11/09	Febrero 2010	3.96	3.93	0.83% ▼
11/11/09	UVR Febrero 2015	4.01	4.16	3.74% ▲
13/11/09	UVR Septiembre 2010	1.70	1.70	0.35% ▲
13/11/09	UVR Marzo 2013	3.05	3.07	0.52% ▲
13/11/09	UVR Febrero 2023	4.62	4.54	1.73% ▼
13/11/09	Mayo 2014	6.60	6.74	2.12% ▲
13/11/09	Agosto 2012	5.31	5.35	0.75% ▲
13/11/09	Julio 2024	8.09	8.07	0.27% ▼

Fuente: Grupo Aval

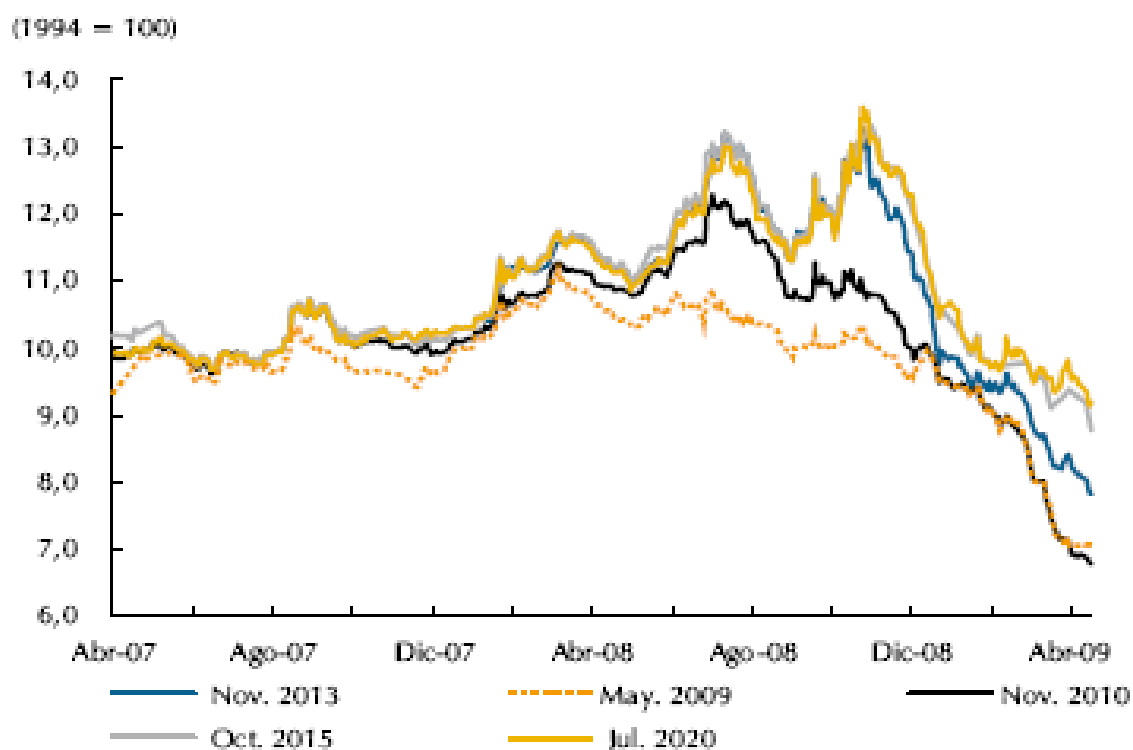
La variación en las tasas de los TES se incrementa principalmente en los títulos próximos a su vencimiento (Tabla Nº 2). Esta variación está inversamente relacionada con los precios de referencia que da el emisor. En los últimos meses se presentó una variación negativa en dichos precios y esto ha generado un incremento en las rentabilidades. La variación positiva en los TES próximos a su pago se presenta técnicamente porque la demanda se incrementa debida a que estos TES fueron emitidos a tasas superiores a las que actualmente está manejando el emisor.

Indudablemente es la inflación y los indicadores económicos que influyen en la misma (como el PIB), una de las variables más importantes que inciden en el valor

de negociación de los TES tasa fija, es por esto, que el dato de inflación publicado cada mes afecta la rentabilidad neta de los TES; así, un repunte de la cifra puede afectar las tasas nominales de los TES tasa fija con el fin de mantener el margen de rentabilidad neta esperada.

Lo mismo ocurre con los TES UVR e IPC que guardan relación con la evolución de este indicador. Así, los TES UVR están relacionados con la evolución del IPC mensual, cuando este indicador aumenta, se impulsan hacia arriba las tasas. Similar ocurre con los TES IPC, que al igual que en los TES tasa fija, un factor primordial es los cambios registrados por la inflación 12 meses.

Gráfica N° 19. Tasas nominales de interés: TES (Mercado secundario)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La valorización de los TES ha sido más acentuada en los plazos cortos, y por ello la curva de rendimientos se ha empinado (Gráfica N° 19). El alza obedece, en mayor medida, a una preferencia por liquidez de los inversionistas que al temor de un incremento en la inflación. De hecho, las expectativas de inflación para los

próximos doce meses obtenidas al comparar los TES en pesos y los atados a la UVR son inferiores al punto medio de la meta de inflación del presente año⁴³.

En el tercer trimestre de 2009 la curva de rendimientos de los TES mostró un nivel algo más bajo que lo observado en la primera mitad del año, pero con un mayor empinamiento. Las preferencias de los agentes por papeles líquidos de corto plazo, junto con las mayores necesidades de financiamiento del Gobierno, explican parte de este comportamiento⁴⁴.

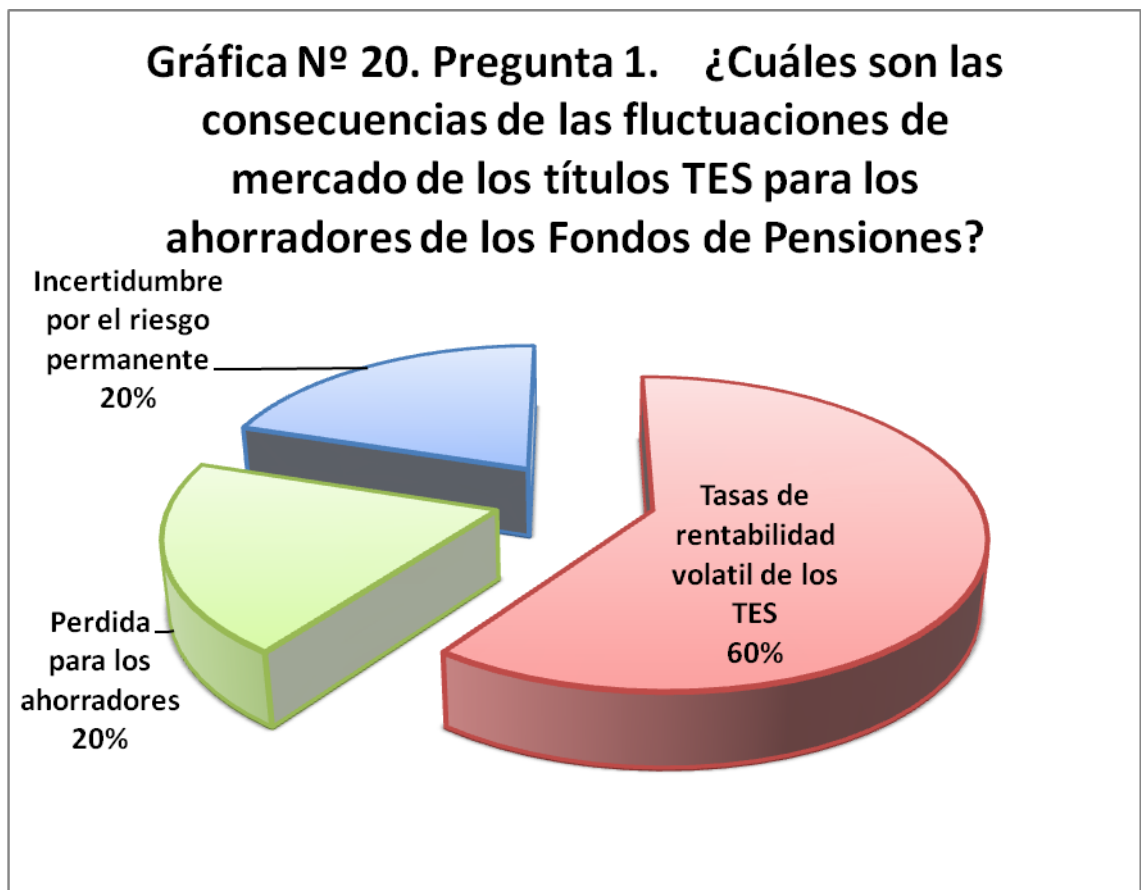
⁴³ Informe sobre Inflación. Banco de la República de Colombia. Marzo de 2009.

⁴⁴ Informe sobre Inflación. Banco de la República de Colombia. Septiembre de 2009.

CAPÍTULO IV

9. ANÁLISIS DEL IMPACTO FINANCIERO DE LAS FLUCTUACIONES DE MERCADO DE LOS TES EN LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN DE FONDOS DE PENSIONES

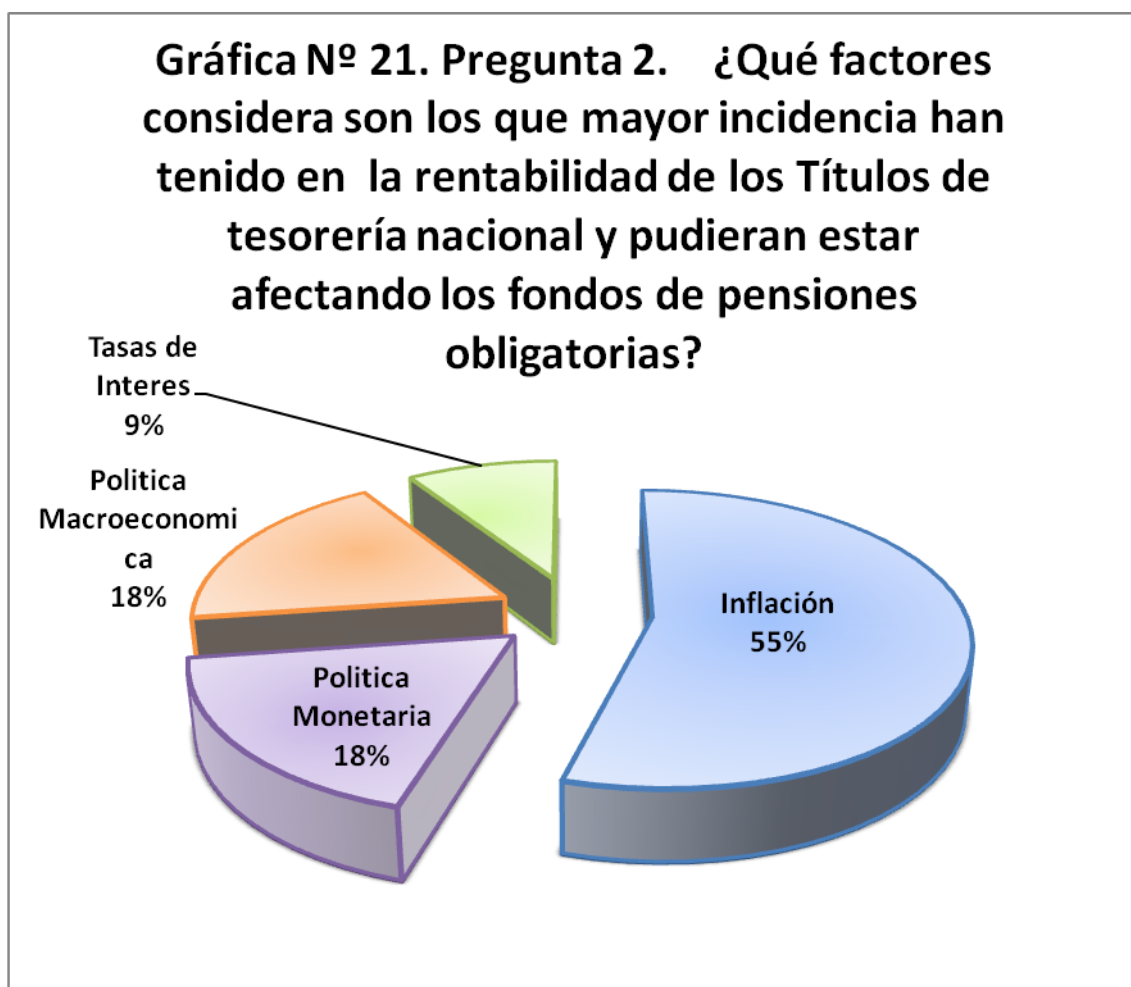
9.1 ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN



Fuente: Autoras

Las consecuencias de las fluctuaciones de los TES para los ahorradores de los fondos de pensiones es la volatilidad de la rentabilidad de los mismos, pues cuando las tasas de mercado suben, el precio de los papeles pierde valor y por

ende, el portafolio de los fondos de pensiones; esta pérdida se ve reflejada en la disminución de los rendimientos (perdida para los ahorradores) de los ahorradores de las AFP creando esta situación una gran incertidumbre para todos los ahorradores, caso contrario sucede cuando bajan las tasas de mercado, situación en la cual los títulos ganan valor aumentando la rentabilidad de los TES, beneficiando a los ahorradores incrementando el rendimiento de sus recursos.

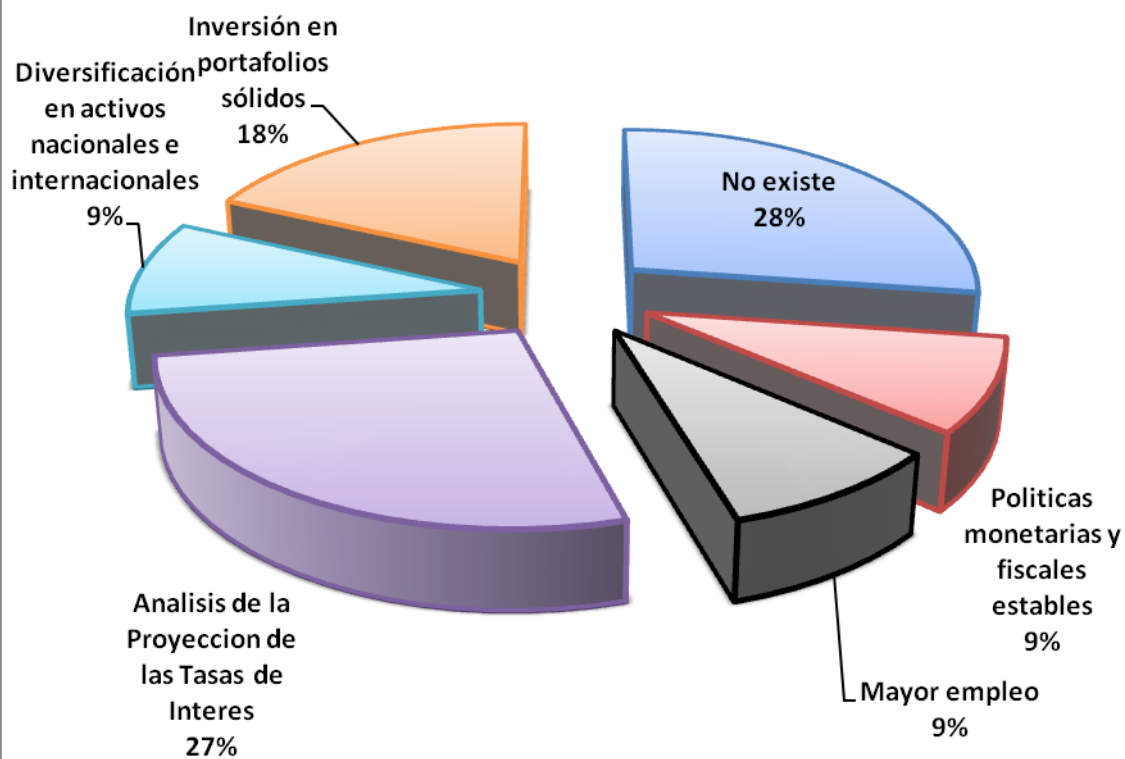


Fuente: Autoras

Los factores que tienen mayor incidencia en la fluctuación de los fondos de pensiones es la política macroeconómica, que es la que contiene la política monetaria con la cual se busca estabilizar la economía del país en un momento determinado. Uno de los factores a analizar es la inflación, porque cuando esta aumenta, las tasas de interés aumentan y la rentabilidad de los TES adquiridos

disminuye, afectando así los fondos de pensiones, pues en su portafolio de inversión, los TES representan una gran parte ya que son preferidos por tratarse de papeles con menor riesgo en el mercado. Caso contrario ocurre cuando baja la inflación, bajan las tasas de interés y aumenta la rentabilidad de los TES.

Gráfica N° 22. Pregunta 3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

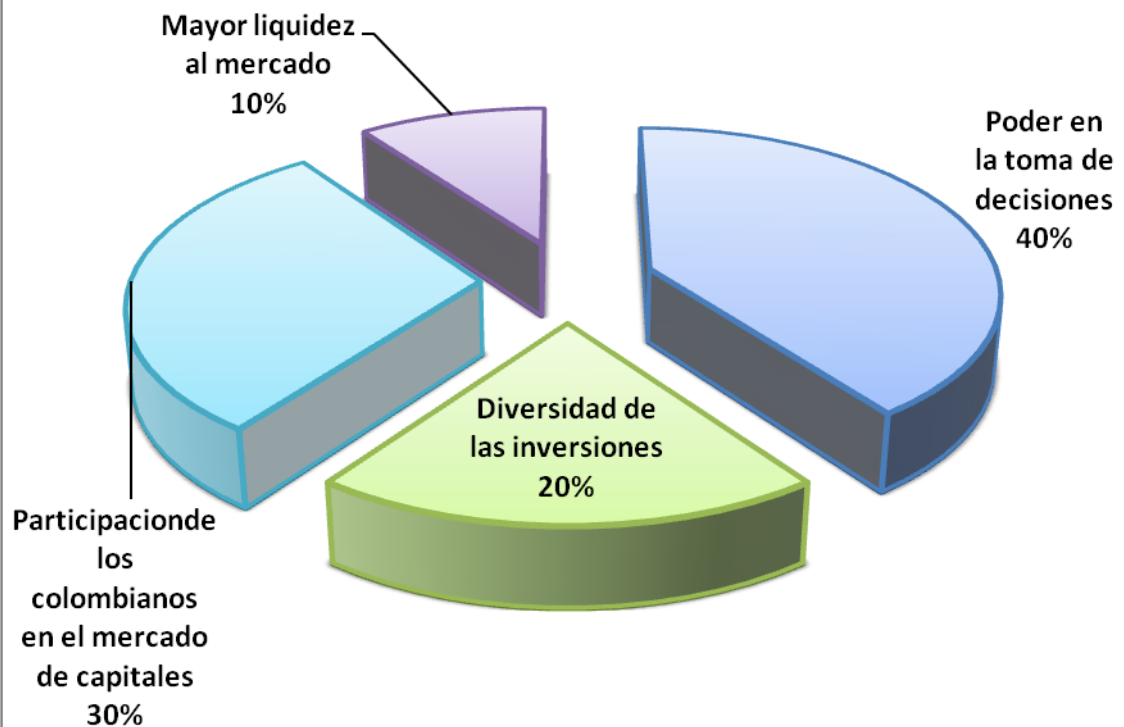


Fuente: Autoras

Una posible solución para que la rentabilidad de los títulos no se vea tan afectada, es que los Fondos de Pensiones realicen un análisis de las proyecciones de las posibles fluctuaciones que pueda tener la inflación, para así tomar una decisión en que tipo de inversión puede estar más seguro el ahorro de los inversionistas, de

esta manera, desarrollar estrategias tendientes a mitigar el riesgo de las inversiones. Además, el país debe tener un bajo desempleo y unas políticas monetarias y fiscales estables para que la economía se reactive y se incrementen los ahorradores, aumente la producción y podamos tener una inflación baja que refleje rendimientos altos.

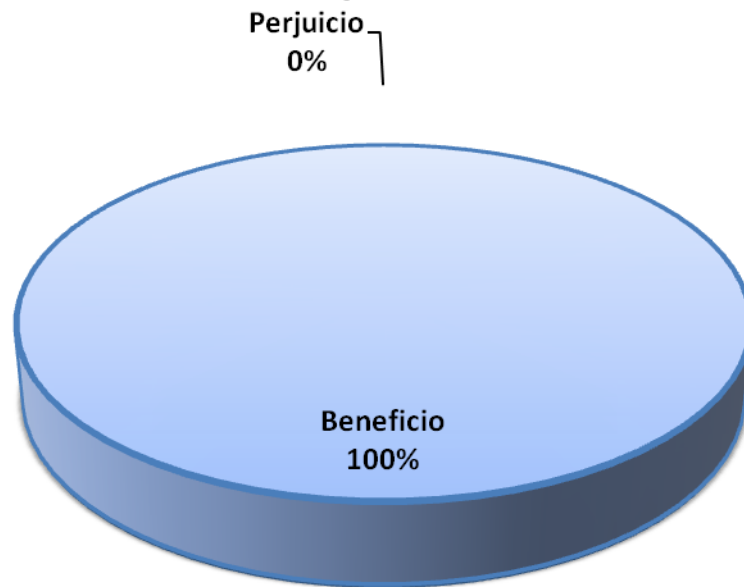
Gráfica N° 23. Pregunta 4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?



Fuente: Autoras

Las expectativas que está generando la nueva ley de multifondos es buena pues los ahorradores ya que estos podrán tomar decisiones sobre en qué perfil estar, qué riesgo asumir; tendrán mayor participación en el mercado de capitales y habrá diversificación de las inversiones.

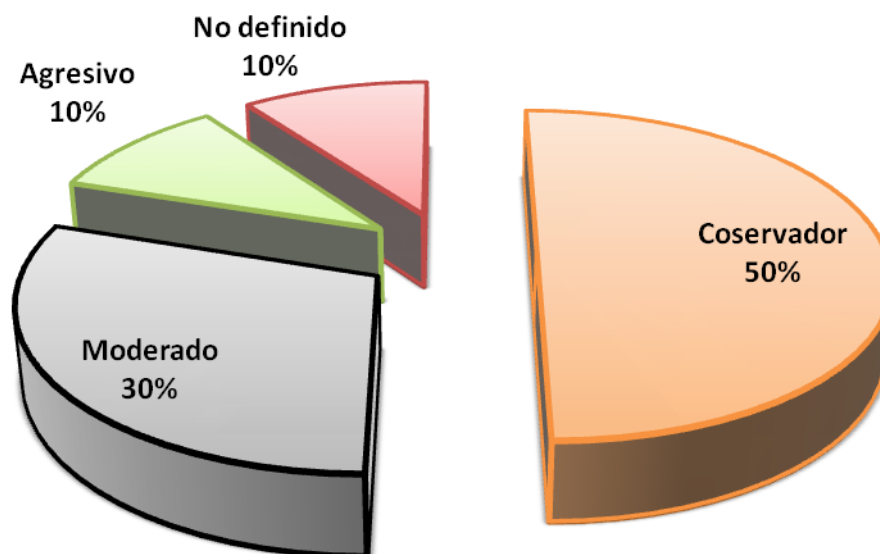
Gráfica N° 24. Pregunta 5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.



Fuente: Autoras

Esta ley representa beneficios para los ahorradores de las AFP ya que de ellos mismos dependerá el nivel de riesgo versus la rentabilidad que deseen obtener al momento de recibir su pensión. Por primera vez en nuestro país, serán ellos quienes tomen decisiones en cuando al manejo de inversión de sus propios recursos.

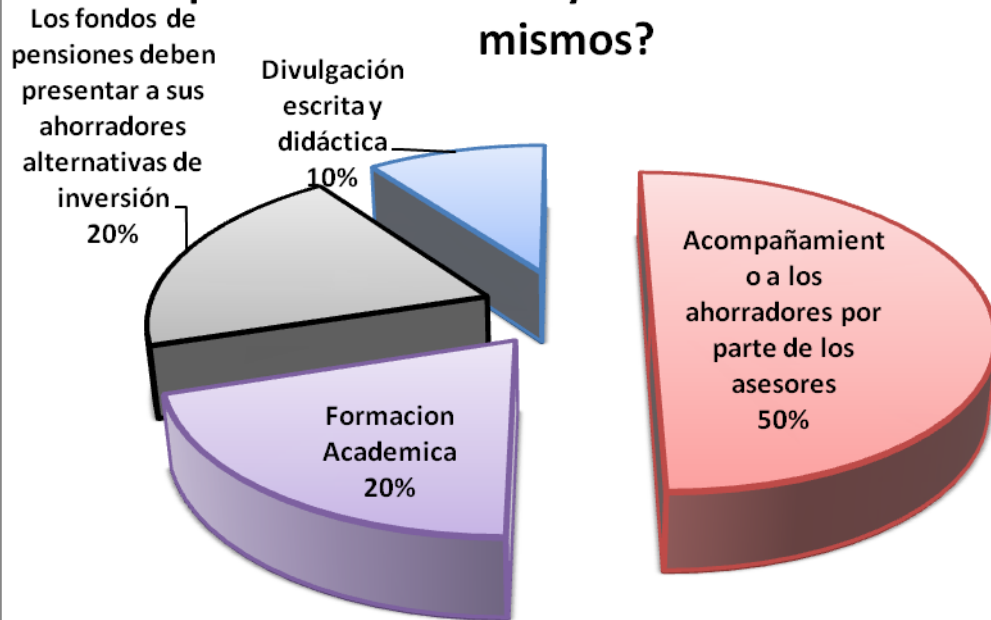
Gráfica N° 25. Pregunta 6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP?



Fuente: Autoras

Se puede concluir que la mayor concentración va a estar en el perfil conservador pues las personas próximas a pensionarse y las personas ya pensionadas representan gran parte de los vinculados a las AFP (este fenómeno se incrementa más con el empleo informal en cual muchos de nuestros jóvenes están sometidos a condiciones laborales deficientes y no hacen parte de los aportantes al sistema pensional) y por su edad no están dispuestas a exponer sus ahorros a un mayor riesgo, incluso si les puede representar mayores rentabilidades. Es por esta razón, que la mayor parte de los colombianos estarán en este perfil.

Gráfica N° 26. Pregunta 7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?



Fuente: Autoras

Los fondos de pensiones deben de preparar un sistema que permita divulgar la nueva ley, las alternativas en las cuales los afiliados podrán invertir sus ahorros para tener mejor rendimientos, organizar un proceso de acompañamiento constante de sus asesores a los ahorradores, permitiéndoles a estos que puedan tomar decisiones adecuadas sobre qué perfil de inversión desean y qué nivel de riesgo correr, de acuerdo a la rentabilidad que deseen. Además, se debe de hacer una concientización donde se resalte la importancia de una buena formación académica de los colombianos para que la decisión tomada sea la mejor.

CONCLUSIÓN

En los últimos años, el sistema pensional en Colombia ha sufrido varias transformaciones ocasionadas principalmente por la reforma pensional que trajo la ley 100 de 1993. Antes de dicha reforma, se distinguían dos modalidades de pensión: una en el sector público y otra en el sector privado; donde la primera representaba mayores beneficios y/o recompensas para sus beneficiados, pero en ambos por igual, le causaba grandes costos al sistema, de manera que se hacía cada vez más urgente la necesidad de una reforma pensional.

Con la ley 100 de 1993, se crearon las Administradoras de Fondos de Pensiones y se reguló también el régimen individual de pensiones al que se encuentran sujetos más de 8 millones de colombianos afiliados a los fondos privados como: Porvenir, Protección, Horizonte, Skandia, ING y Citi Colfondos. Así mismo, se liberó un poco la presión del ISS que estaba en crisis pues había agotado las reservas pensionales a la fecha (hasta 1993, el ISS era el principal administrador del sistema pensional).

La última reforma sufrida por el sistema pensional se presentó con la ley 1328 de 2009 o también conocida como “multifondos”, reforma que entrará en vigencia a partir de 2011 y que traerá consigo un nuevo sistema que pretende contar con la participación de los afiliados al sistema a la hora de decidir cómo desean que sean administrados sus ahorros. Se permitirá a cada persona elegir el tipo de fondo en el cual considere que sus recursos serán mejor administrados: agresivo, moderado o conservador, y así mismo, podrá prever mejor las rentabilidades que puede esperar al momento de liquidar su pensión.

Hasta el momento, los fondos de pensiones en Colombia han administrado los recursos de sus afiliados bajo un perfil conservador que les permite asumir los menores riesgos posibles sin afectar la rentabilidad mínima que deben garantizar a los ahorradores. Esto les ha permitido cierto nivel de “tranquilidad” en el cual sus utilidades no sufren por las fuertes fluctuaciones del mercado, mientras los usuarios y pensionados perciben las variaciones que éstas fluctuaciones provocan en sus rentabilidades.

Los portafolios de inversión de los fondos de pensiones han mostrado un crecimiento progresivo a partir de 1994, cuando entraron en vigencia después de la reforma pensional de 1993, los recursos que ahí se administran aumentaron en la medida en que las empresas vinculaban a sus trabajadores y el gobierno disponía otras medidas que ocasionaron mayor captación del recurso como permitir que las personas independientes cotizaran al sistema a través de cooperativas y la implementación de la planilla única para el pago de aportes con la cual se frenó a aquellos empleadores que no realizaban los pagos en manera oportuna y/o en base a los salarios reales de sus trabajadores.

Una gran novedad de los portafolios de inversión a partir de 1999 es un incremento en la preferencia por la inversión en acciones en diversos sectores de la economía, especialmente el sector energético, estas inversiones actualmente representan más de 1/5 parte de los recursos administrados por el sistema y cada año encuentran mayor acogida en las APFs.

A pesar de este intento por diversificar las inversiones realizadas por las AFPs, en el periodo 2007 – 2008, los ahorradores percibieron en sus extractos rentabilidades negativas generando inconformidades y críticas severas al sistema pensional. Sin embargo, los grandes perdedores fueron los afiliados que acudieron durante dicho periodo a retirar sus recursos y/o liquidar la pensión a la que tenían derecho. Para quienes no tuvieron otra opción que esperar, el año 2009 trajo consigo rentabilidades positivas y la esperanza de obtener mejores rentabilidades al momento de acudir a realizar la liquidación de su pensión. Durante la crisis financiera, se evidenció la falta de prudencia y conocimiento por parte de los afiliados frente al funcionamiento de estos portafolios de inversión.

Ante esta situación, la delegación para fondos de pensiones y cesantías de la superfinanciera asevera: *“La información con educación: una necesidad y un reto inaplazable”*.

Aún resta por conocer si las proyecciones del gobierno frente a la reforma de multifondos serán la solución total, parcial o insuficiente frente a la problemática que afronta el sistema pensional en Colombia, problemática evidenciada durante la crisis financiera que sufrió el mundo, especialmente en los años 2007 - 2008.

En los portafolios de inversiones de los Fondos de Pensiones, los Títulos de Tesorería Nacional han conformado casi el 50% de su composición; estos han sido concebidos por el gobierno como un mecanismo de regulación monetaria y un

instrumento que le permite generar la liquidez que requiere para realizar sus operaciones.

Desde su primera emisión, estos títulos han tenido gran acogida y en la mayoría de las ocasiones se han captado los recursos presupuestados a través de la venta de estos papeles. La principal razón por la cual los TES son preferidos en el mercado de valores es su característica de riesgo cero que se debe a que su emisión está regulada por el Banco de la República y como respaldo está toda la economía de un país.

Así mismo, las tasas de interés al momento de emisión de los papeles son determinadas de acuerdo a las expectativas del emisor frente a factores macroenómicos como la inflación. Al momento de adquirir uno de estos títulos, el comprador paga un precio que está determinado en relación a estos factores.

Una vez adquirido el título, las fluctuaciones de la inflación afectan las tasas de interés del mercado de valores; si la inflación incrementa, las entidades emisoras de títulos valores aumentan los intereses de los títulos que estén emitiendo en ese momento. Este factor, ocasiona un efecto inverso en la rentabilidad de los títulos en los que los Portafolios de inversión de los Fondos de pensión ya son tenedores porque los papeles que adquirieron en cierto precio y con una tasa de interés más baja ahora están cotizando con tasas más altas y esto les representa pérdidas en las inversiones realizadas. En caso en que la inflación disminuya, el efecto es el contrario.

Los TES son títulos que se pueden negociar libremente en el mercado secundario de valores y es aquí donde los tenedores de estos papeles perciben el efecto de la inflación y las tasas de interés, pues es al momento de vender sus títulos que deben tener en cuenta las tasas de interés vigentes y las ganancias o pérdidas que la venta del título les representa frente a la tasa de adquisición. Así mismo, se percibe el efecto al momento de redimir los títulos en las fechas de vencimiento establecidas por el emisor.

En escenarios como el del año 2009 y lo que va corrido del año 2010, los portafolios de inversión han experimentado valorizaciones en los títulos que poseen porque el gobierno, a través de su política monetaria, ha dado cumplimiento a expectativas macroeconómicas de disminución de la inflación y las tasas de interés de emisión de Títulos Valor han disminuido frente a las tasas

vigentes al momento de adquirir sus TES, todo esto les representa gran ventaja en el mercado bursátil si desean negociar estos títulos.

RECOMENDACIÓN

Los factores macroeconómicos que influyen en la rentabilidad de los TES no pueden ser controlados por los inversionistas, representan fluctuaciones de mercado que no pueden ser previstos con exactitud y esto crea incertidumbre en los ahorradores de los Fondos de Pensiones, quienes han percibido las rentabilidades volátiles en años anteriores.

Por esta razón, las administradoras de Portafolios de Inversión de Fondos de Pensiones deben realizar análisis de estas políticas económicas externas aplicadas por el gobierno y no pueden hacer nada al respecto. La labor requiere una adecuada administración del riesgo que permita un estudio y monitoreo constante; la normatividad regulatoria impuesta por la superintendencia financiera, debe volverse una herramienta vital para controlar el riesgo mercado, esto se debe complementar con modelos de creación propia que conlleve a un adecuado cálculo de riesgo como es el VAR (valor en riesgo).

En la actualidad existen muchas herramientas, desde modelos estándar, como es el recomendado por la superfinanciera (modelo Montecarlo) hasta modelos tan sofisticados que son una combinación modelos existentes, como redes neuronales y arboles de decisión; de todos modos, la incertidumbre será un riesgo constante que tendrán que asumir dichos fondos.

Al entrar en vigencia la ley de multifondos, los ahorradores de los fondos de pensiones tendrán en sus manos la responsabilidad de qué riesgo correr con sus propios recursos. Es importante que estos tengan la suficiente formación académica para que la decisión a tomar sea la más adecuada de acuerdo con las alternativas de inversión que los Fondos de Pensiones les ofrezcan. Para esto, sería recomendable contar con la vinculación de nociones financieras y macroeconómicas en los diferentes programas académicos, no solo para profesionales, también para bachilleres y técnicos, quienes se están preparando para ingresar al mundo laboral. De esta manera, podrán acceder a los grandes beneficios que esta ley les puede representar.

En la correcta aplicación de la ley multifondos y el aprovechamiento de las ventajas que esta ofrece, es indispensable que los Fondos de Pensiones agilicen procesos informativos a sus ahorradores, poniendo a su disposición asesores íntegros, comprometidos con el objetivo de brindar a cada afiliado la información completa y adecuada, teniendo en cuenta las circunstancias particulares de cada persona.

Otro factor que deben estudiar los administradores de Fondos de Pensiones se deriva de las expectativas de integración de bolsas de valores con países con mayor estabilidad económica como Chile; de esta manera, cobrarán importancia factores adicionales como el riesgo país y la inflación de cada país. Con estas nuevas alternativas de inversión, las entidades reguladoras deberán aceptar las ventajas de la diversificación de mercado considerar la ampliación de los límites actuales de inversión que para deudas en el extranjero está en un 20%.

Así mismo, el Estado debe asumir un papel regulador que permita garantizar a los afiliados de Fondos de Pensiones que sus recursos serán administrados acorde a los portafolios establecidos, con rentabilidades que justifiquen el riesgo que estos deben asumir.

BIBLIOGRAFÍA

- RUEDA, Arturo. Para entender la Bolsa, Financiamiento e Inversión en el Mercado de Valores, 2º edición. Ed. Thomson Learning. 2005. México
- CEPAL, FFRENCH-DAVIS, Ricardo. Crecimiento Esquivo y Volatilidad Financiera. Mayol Ediciones. 2005. Colombia.
- MILLÁN, Carlos. Mercado de Capitales, La Guía Fundamental para Comprender los Mercados Financieros Internacionales, 2º Edición. Litocenco – Impresión Digital. 2007. Sur de la Florida.
- CORREA, Eugenia y GIRÓN, Alicia (Coordinadoras). Reforma Financiera en América Latina. Clacso Libros. 2006. Argentina.
- JIMÉNEZ A. Jorge Andrés. LONDOÑO, Stevenson. ESTRADA CARO, Lina María. Historia de la Seguridad Social en Colombia.
- Directorio y guía del sector financiero
- Estatuto orgánico financiero
- CIRCULAR EXTERNA 017 DE 2007 de la superintendencia financiera de Colombia
- MEMORANDO 1-0012 – 033945 del 11 de septiembre de 2006. Bogotá, D.C. PARA: Dra. Piedad Pérez de Escobar, Secretaria General. DE: Maritza Hidalgo Aníbal, Directora Jurídica. ASUNTO: Alcance Concepto prescripción – créditos Doble Mesada Pensional.
- El Sistema Pensional Colombiano Después De La Ley 100 - El Papel Del Supervisor De Pensiones En La Seguridad Social En Colombia. Superfinanciera. Ligia Helena Borrero Restrepo, Superintendente Delegada para Pensiones, Cesantías y Fiduciarias. Medellín, 16 de noviembre de 2007
- www.actualicese.com
- www.afin.com.co
- www.asobancaria.com
- www.asofondos.org.co
- www.banrep.gov.co
- www.bvc.com.co
- www.cntv.org.co
- www.corficolombiana.com
- www.dinero.com
- www.docstoc.com

- www.eafit.edu.co
- www.eco-finanzas.com
- www.enplenitud.com
- www.es.wikipedia.org
- www.fondos.us
- www.gestiopolis.com
- www.grupoaval.com
- www.invertironline.com
- www.lablaa.org
- www.monografias.com
- www.negociosestructurados.com
- www.portafolio.com
- www.soloeconomia.com
- www.superfinanciera.gov.co
- www.supersociedades.gov.co
- www.terminologiabursatil.blogspot.com
- www.tusalarario.org

ANEXOS

ENTREVISTAS ESTRUCTURADAS APLICADAS

ENTREVISTA 1

Nombre: Martha Lucía Tamayo

Entidad: Corficolombiana

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

Las consecuencias para los ahorradores es que su aporte al fondo se puede valorizar o desvalorizar dependiendo de factores como la inflación, las tasas de interés y factores macroeconómicos.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

Los factores de mayor incidencia son la inflación, las tasas de interés, la política macroeconómica

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

La política monetaria ejerce una gran influencia y esta se encuentra fuera del alcance nuestro. Se deben estudiar las diferentes proyecciones en cuanto a fluctuaciones de tasas de interés e inflación antes de tomar decisiones apresuradas.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

La nueva ley de multifondos genera una expectativa buena, pues los ahorradores tendrán una mayor autonomía teniendo en sus manos la responsabilidad de tomar la decisión de cómo el fondo deberá invertir el dinero que ellos están aportando, inclinándose por el nivel de riesgo que ellos mismos estén dispuestos a correr.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

Beneficiara al ahorrador pues podrá diversificar sus opciones de inversión y podrá tomar las opciones dependiendo el mercado como se encuentre en momento determinado.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

Creo que la mayor concentración de la inversión se va a encontrar en el perfil conservador pues la mayoría de las personas que en este momento se encuentran aportando a los fondos de pensiones son personas que se encuentran en sus últimos años de su vida laboral, además las personas que no tengan conocimiento de esta situación y no elijan alguno de los perfiles a los cuales vincularse, serán incluidos al perfil conservador

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

Los fondos de pensiones deben de hacer un acompañamiento a los ahorradores dándoles las bases suficientes para que los ahorradores tengan el pleno conocimiento y puedan tomar una buena decisión a la hora de hacer la elección en que perfil invertir sus ahorros

ENTREVISTA 2

Nombre: Javier Cerezo

Entidad: Citi Colfondos

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

R/ Con la caída de la bolsa y los TES se vió afectada la rentabilidad debido a la coyuntura financiera y su rentabilidad llegó a ser negativa.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

R/ La caída de los rendimientos se debe a la coyuntura financiera, con ello las condiciones de los mercados financieros cambiaron; cuando los intereses empezaron subir, los precios de los TES bajaron, al mismo tiempo, cayeron las acciones donde los fondos tienen invertido parte de su portafolio y se redujo el valor de las inversiones en el exterior debido a la revaluación del peso y a la caída de los mercados externos, lo que llevó a que las rentabilidades llegaran a ser negativas.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

R/ Las inversiones de los fondos se limitan a los TES, acciones y renta fija en diferentes monedas. Es necesario desarrollar activos financieros de largo plazo que permitan a los fondos hacer un empate adecuado con el perfil de tiempo que tienen los ahorradores y de esta manera, evitar perjudicar el capital de los mismos.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

R/ Básicamente, lo que plantea la reforma es la alternativa de asumir un mayor riesgo a cambio de una mayor rentabilidad y opciones de ahorro acorde con la edad y perfil de riesgo de sus afiliados.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

R/ La propuesta incluye la creación de tres perfiles, cada uno de ellos tendrá una rentabilidad mínima y un régimen de inversión. Cuanto más agresivo sea un perfil, mayor será la inversión en papeles de renta variable; esto abre la posibilidad de que las personas jóvenes opten por un portafolio agresivo y en la medida en que aumente la edad, se muevan hacia los portafolios moderado y conservador.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

R/ La demanda que va a tener cada uno de los portafolios es difícil de predecir ya que el nivel de riesgo que los afiliados estarán dispuestos a asumir no dependerá sólo de su edad, en la decisión también influirá el capital humano y el nivel de riqueza.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

R/ La propuesta de la reforma requiere que los afiliados entiendan muy bien el sistema y tengan la capacidad de tomar decisiones balanceadas sobre el manejo de sus portafolios. Es posible que la mayoría de los afiliados no tengan la educación financiera necesaria para tomar decisiones respecto al tipo de fondo al que quisiera afiliarse y es en este caso en donde entran a jugar el papel las AFP promoviendo el cambio como un movimiento positivo y con asesoría clara e integral al afiliado.

ENTREVISTA 3

Nombre: Diego Alberto Paredes

Entidad: Skandia

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

R/ Los fondos de pensiones tienen un porcentaje alto de composición en TES en sus portafolios ya que son muy seguros. Las consecuencias son que cuando las tasas de interés suben, el Título se desvaloriza y el portafolio se golpea, ósea que los las tasas de rentabilidad del cliente se van a ver afectadas, pasa lo contrario cuando las tasas bajan, me refiero a las tasas que fija el banco de la república.

Ej. Ilustrativo: Cuando un fondo va a negociar TES con las tasas fijadas por el Banco de la República y en ese momento se negocia a una tasa del 8.5%, si en ese momento la tasa fijada por el BR está por ejemplo en 3.5%, tenemos un margen de 5 puntos de ganancia, si el BR en sus reuniones los viernes decide aumentar las tasas de 3.5% a 4.5% el margen ya no va a ser de 5 puntos sino de 4 y por eso se golpean los portafolios y viceversa; si el BR decide bajar las tasas de 3.5% a 2.5% el margen ya no sería de 5 puntos sino de 6.

Además, basados en lo anterior, se tiene que ver los mercados diariamente y lo que esté pasando en la negociación de estos títulos. Regularmente pueden bajar o subir, si suben pierden los clientes porque nos cierra el margen de negociación inicial y si bajan, ganan los clientes pues la brecha se hace más amplia de acuerdo a la negociación inicial.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

R/ El factor que mide más las rentabilidades de los TES es la inflación. Si la inflación sube, los TES pierden valor y afecta los fondos de pensiones ya que estos tienen casi en un 50% su composición en TES, las tasas tienden a subir

esto hace que el TES se desvalorice y pierdan los afiliados a pensiones obligatorias; si pasa lo contrario, el efecto se invierte y ganan los afiliados. Actualmente, la inflación de febrero de 2010 se mantuvo y esto hizo que el TES se valorizara y ganaran los afiliados.

Otro factor es la tasa de desempleo, si esta aumenta, hay menor poder adquisitivo y por ende, menor consumo, seguido de menor producción y al haber menos producción, los productos se escasean y al haber escases los precios tienden a subir, ósea, mayor inflación y si hay mayor inflación, mayores tasas y se desvalorizan los TES y esto cierra el margen de la negociación inicial como lo explique en la respuesta anterior.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

R/ Pienso que debemos tener unas políticas monetarias y fiscales muy estables y competitivas; todo parte de nuestros gobernantes, el empleo juega un papel fundamental en este tema, si este se genera como debe ser y es estable, se reactiva la economía del país y esto permite estabilidad en las tasas de los TES, más producción, más abundancia, sostenibilidad en los precios y una inflación estable, el Estado debe generar empleo administrando muy bien sus recursos o más bien los que pagamos nosotros en impuestos, invirtiendo en el país, en el campo, carreteras, etc. Esto genera estabilidad y empleo, mano de obra, el nuevo presidente debe pensar en llegar a luchar por la parte social.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

R/ Me parece una muy buena oportunidad para poder diversificar en el mundo de las inversiones, la diversificación es muy importante ya que estamos viviendo una economía mundial muy volátil. Esto nos permite multigestionar nuestros portafolios y minimizar los riesgos.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

R/ Como lo dije anteriormente el beneficio es total, más oportunidades de diversificación implican optimizar el riesgo, si tenemos un buen Financial Planner dentro de un fondo que nos esté indicando como movernos y en qué momento, seguramente los riesgos se van a disminuir y nos va a permitir no estar limitados sólo a una composición de portafolio sino a diferentes opciones.

Importante tener una buena comunicación con su Financial Planner, que sea constante, eso es contar con una buena asesoría y aprovechar los mejores momentos para hacer los cambios necesarios, esto beneficia mucho a los afiliados a las AFP.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

R/ Es una pregunta muy abierta, debemos tener en cuenta que los afiliados a las AFP son relativamente jóvenes y esto nos permitiría especular que los recursos podrían estar concentrados en los perfiles moderado y agresivo, pues un perfil conservador tendría una rentabilidad más baja y recuerden, en las AFP nos pensionamos con capital y por esta razón, considero que debemos pensar que en el largo plazo los portafolios moderados y agresivos nos van a dar una tasa de retorno más alta, dando como resultado, un capital mayor al final del tiempo.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

R/ Ahora los ahorradores de las AFP, tendrán la oportunidad de escoger en que invertir sus recursos previsionales, podrán optimizar la inversión, gestionar sus portafolios y decidir en que invertir de acuerdo al perfil ya sea conservado, moderado o agresivo. Se les va a concientizar de que ahora tendrán más campo de acción en su inversión y no se limitarán a una sola opción.

ENTREVISTA 4

Nombre: Charles Angelo

Entidad: Asvalores

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

Las fluctuaciones del mercado de valores afectan la rentabilidad de los TES, que tienen el mayor componente de los portafolios de inversión de los fondos de pensión en la medida en que fluctúan las tasas de interés. Cuando se adquieren estos títulos a un precio de mercado y con una tasa de interés regulada por el Banco de la República, pueden ocurrir que las tasas de interés se incrementen y los títulos ya adquiridos pierdan valor frente a las nuevas emisiones y viceversa. Cuando esta fluctuación afecta negativamente el valor de los papeles, estos presentan rentabilidades negativas en los portafolios de los fondos de pensiones y por ende, pérdidas para sus ahorradores.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

El principal factor que afecta la rentabilidad de estos títulos es la inflación, ya que cuando esta incrementa, los TES pierden valor y viceversa. Un caso muy conocido ocurrió en el periodo 2007 – 2008, cuando la inflación presentaba un incremento constante y los fondos de pensiones presentaban a sus ahorradores extractos donde se reflejaban rentabilidades negativas considerables. Afortunadamente esto ha mejorado en el último año y se tienen muy buenas expectativas para el año 2010.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

Desafortunadamente en nuestro país, la inflación es un factor macroeconómico controlado por el gobierno de acuerdo con la política monetaria que le convenga en su determinado momento. Esto no permite tener un control sobre las fluctuaciones de mercado que se puedan presentar.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

Esta nueva ley permitirá a los colombianos aportantes del sistema pensional, un mayor poder en la toma de decisiones en cuanto a la administración de sus recursos. Las personas podrán asumir el riesgo que deseen en la inversión de sus ahorros de acuerdo con sus expectativas de rentabilidad para cuándo adquieran su pensión.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

Esta ley será de gran beneficio para las personas que cuenten con un buen nivel de formación académica frente al funcionamiento del mercado de capitales, pues contarán con herramientas que les permitan tomar decisiones adecuadas. Sin embargo, para quienes desconozcan estos aspectos, sus decisiones estarán parcializadas por información proveniente de terceras personas que pueden influenciar o no de manera acertada.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

De acuerdo con la estructuración de la reforma, el perfil elegido dependerá en gran medida de la edad de los ahorradores quienes a mayor edad, menor riesgo estarán dispuestos a asumir.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

Los fondos de pensiones deben disponer de personal idóneo e integral en el proceso de asesoría a sus ahorradores. Personas que puedan brindar un información adecuada a cada ahorrador para que estos tomen decisiones basadas en su propia conveniencia.

ENTREVISTA 5

Nombre: Herman Sánchez Arteaga

Entidad: Asesorías S & S

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

R/ Incertidumbre en la inversión, por el riesgo permanente.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

R/ La crisis financiera, la credibilidad de ciertos grupos económicos, la comunidad internacional en el gobierno de turno y la política económica del Estado.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

R/ Inversión en portafolios sólidos, que no sean tan volátiles.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

R/ Seguridad en los inversionistas para colocar sus fondos.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

R/ Es buena, porque se espera mayor rentabilidad incurriendo en mayor riesgo y viceversa.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a

las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

R/ Moderado porque la política monetaria del país, actualmente no facilita asumir mayores riesgos.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

R/ Presentando diversidad en sus portafolios, ofreciendo mayor rentabilidad, al menor riesgo posible.

ENTREVISTA 6

Nombre: Ángela Chamorro

Entidad: Valores de Occidente

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

El comportamiento de la Deuda Pública y el manejo que cada Fondo le dé a sus portafolios se refleja inmediatamente en la rentabilidad otorgada a los ahorradores.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

Los factores que mayor incidencia tienen sobre los TES son :

- Presupuesto de la Nación
- Déficit Fiscal
- Capacidad de Inversión del mercado local
- Spread con otras deudas soberanas
- Economías Internacionales

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

La rentabilidad de los TES no se debe plantear como un problema a solucionar, en algunos casos, es baja y es una consecuencia de la libre oferta y demanda del mercado de capitales. Cuando la rentabilidad es baja, existen mecanismos de cobertura de los activos que permiten contrarrestar los efectos negativos.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

Se espera que incremente el volumen de negociación y operativo como consecuencia de la diversidad de opciones de inversión.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

En la medida en que el ahorrador esté bien asesorado y conozca los riesgos de las diferentes opciones de inversión, esta ley puede beneficiarlo.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

La concentración estará en el perfil moderado.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

Las AFP deberán valerse de sus asesores comerciales para dar a conocer la ley, su aplicación y beneficios.

ENTREVISTA 7

Nombre: Alberto Gómez

Entidad: Mesa de Dinero – Bolsa de valores de Colombia

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

R/ pérdidas y ganancias inesperadas. Riesgo.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

R/ Manejo política monetaria y antirrevaluacionista del peso.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

R/ Diversificación en activos nacionales e internacionales, diferentes riesgos y madurez.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

R/ Optimistas.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

R/ Beneficiosa. Podrá diversificar la inversión de sus recursos, de acuerdo a su nivel de riesgo.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a

las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

R/ moderado y agresivo.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

R/ divulgación escrita y didáctica.

ENTREVISTA 8

Nombre: Andrés Figueroa

Entidad: Pagos Internacionales

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

El impacto puede ser de dos vías: puede afectar positiva o negativamente, dependiendo de cómo este el mercado y las fluctuaciones de la tasa de interés.

Las tasas de los TES se emiten por periodos que van desde 3 meses hasta 20 años. En este momento, los TES a mayor plazo en el mercado tienen vencimientos hasta el 4 de julio de 2024. Cuando los administradores de los fondos de pensiones adquieren TES en el mercado, los precios dependen del precio que se coticen en el mercado al momento de la compra.

Cuando se menciona fluctuaciones en las tasas de interés de los títulos TES, ocurre que éstos se pueden valorizar o desvalorizar frente al precio en se adquirieron en determinado momento en el mercado bursátil. Si las tasas de interés suben, los precios de los papeles disminuyen y por lo tanto, el portafolio de los fondos de pensiones cae; es decir, la valorización de los portafolios de inversión de los Fondos de Pensiones es indirectamente proporcional al incremento de las tasas de interés de los títulos.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

El principal factor que afecta los Títulos de Tesorería es el comportamiento de la inflación porque la rentabilidad real del Título se ve afectada por la ésta: cuando la inflación aumenta, la rentabilidad real de los títulos disminuye y viceversa.

También afectan las expectativas del mercado de cuánto oferta de títulos habrá porque a mayor oferta, bajan los precios de los mismos, se desvalorizan y

ocurren las correcciones en los portafolios de inversión de los fondos de pensiones.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

Es difícil, porque los papeles se valorizan a tasas de mercado, están expuestos al comportamiento del mercado. La solución no está en manos de quienes administran los portafolios, lo que deben observar son las fluctuaciones que ocurren en el largo plazo, ya que no existen mecanismos de control para las mismas.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

Esta ley va a generar una mayor liquidez al mercado, los fondos de pensiones van a crear nuevos portafolios, cada uno con un diferente nivel de riesgo, habrá más vendedores y compradores para estos activos, todo esto generará mayor rotación y por ende mayor liquidez.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

Cuando un mercado tiene mucha liquidez, es mucho más efectiva la formación de precios, será un mercado líquido, la formación de precios dependerá de la oferta y demanda de los activos y éstos serán más reales. El impacto por ende, será positivo.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

Esto dependerá de la edad de los aportantes; las personas de mayor edad no pueden arriesgar sus recursos en un portafolio agresivo; mientras que las personas jóvenes sí pueden arriesgar sus ahorros pues cuentan con 20 años para asumir y recuperar las pérdidas en las puedan incurrir.

De acuerdo a la economía de nuestro país, la mayor concentración estará en el perfil conservador, porque se está incrementando mucho el empleo informal y estas personas no aportan al sistema de pensiones, por ende, disminuyen los aportantes jóvenes y se incrementan los pensionados quienes tienden a preferir el perfil conservador.

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

Los fondos de pensiones deben presentar a sus ahorradores alternativas de inversión con unas expectativas de rentabilidad bien estructuradas, donde la expectativa de la rentabilidad sea mayor a la inflación para que los recursos no pierdan el poder adquisitivo y en la estructuración existan instrumentos como limitantes a posibles pérdidas.

ENTREVISTA 9

Nombre: Mauricio Jaramillo Parra

Entidad: Pagos Internacionales

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

R/ los TES son uno de los tantos títulos de renta fija existentes en el mercado. Las inversiones de renta fija presentan grandes volatilidades en sus precios que dependen de la política monetaria aplicada por el Banco de la República para controlar la inflación, cuando las tasa de interés suben los precios de valorización de los TES bajan y como consecuencia el valor presente de los TES en los portafolios de inversiones de los fondos de pensiones se verán reducidos arrojando perdidas en su PYG, transfiriendo estas perdidas a cada uno de los ahorradores.

En el caso de que las tasas de interés se mantengan estables o bajen, seria el escenario ideal para lograr valorizaciones positivas que en últimas beneficiaran a cada uno de los ahorradores.

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

R/ Como se mencionó en la pregunta anterior, estos títulos están sometidos a la política monetaria de un País que busca controlar la inflación a través de las tasas de interés, considero que esta variable se puede mitigar al tener en cuenta el plazo del vencimiento de los TES, las expectativas de inflación a largo y corto plazo y las necesidades de liquidez del fondo.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

R/ Según estudio realizado por Fernando Franco Cuartas, especialista en finanzas, en su investigación efectuada en el año 2008 en la revista Ciencias

estratégicas, los TES deben estar sometidos constantemente al estudio de duración y duración modificada para calcular el impacto en el PYG como medida preventiva al momento de tomar una decisión de inversión.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?

R/ De alguna manera esta ley busca hacer partícipe en el mercado de capitales a los colombianos. Este es un aspecto positivo para aquellos colombianos que gozan de una educación adecuada y que la pueden utilizar de manera positiva para aumentar sus rentabilidades en sus cuentas individuales. Pero desventajoso para aquellas personas sin preparación académica que no tendrán los elementos de juicio para tomar una decisión adecuada para su beneficio particular y por ley sino deciden, por defecto se les dará un perfil moderado.

5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.

R/ Es beneficiosa siempre y cuando haya una adecuada preparación o educación de los colombianos ante esta ley y del cual creo que es una labor épica.

6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?

R/ Moderado y por ignorancia ya que será el perfil que se le asignara a los colombianos por ley

7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?

R/ Creo que el compromiso debería extenderse a las universidades, e institutos de educación superior para enseñar nociones de mercado de capitales para que los colombianos tengan elementos de juicio al tomar una decisión al respecto.

ENTREVISTA 10

Nombre: Hugo Jaramillo

Entidad: Corficolombiana

1. ¿Cuáles son las consecuencias de las fluctuaciones de mercado de los títulos TES para los ahorradores de los Fondos de Pensiones?

R/ La fluctuación de la tasa de rendimiento de los TES para un ahorrador en un fondo tiene consecuencias negativas si esta se mueve al alza, ya que al subir la tasa, baja el precio. Estos fondos tienen la obligación de valorar los portafolios a precios de mercado lo cual les genera una pérdida derivada de la diferencia de precios de los TES (El de adquisición y el actual)

2. ¿Qué factores considera son los que mayor incidencia han tenido en la rentabilidad de los Títulos de tesorería nacional y pudieran estar afectando los fondos de pensiones obligatorias?

Los Fondos y en general todos los tenedores de TES se beneficiaron en el año 2009 de la caída de las tasas (subida de precios). En la actualidad, aunque las tasas no han vuelto a subir, los desbalances fiscales del gobierno han generado expectativa de mayores emisiones de TES lo cual es una mayor oferta y menor precio (mayor tasa) esta subida de las tasas golpea directamente los portafolios por las razones expuestas en el punto 1.

3. ¿Cuál es su opinión frente a una posible solución para que la rentabilidad de estos títulos no se vea tan afectada y por ende el capital de sus inversionistas?

Solución absoluta no existe por que de ser así, ya estaría siendo aplicada por los fondos. La única alternativa sería tener toda la plata a la vista o en papeles de corto plazo los cuales tienen rendimientos muy bajos y no permitirían cumplir con las obligaciones de rendimientos mínimos que deben generar los fondos (a mayor plazo mayor rentabilidad) de todas maneras estos fondos con base en la experiencia y en algunos modelos matemáticos, tienen unas constantes rotaciones de portafolio que les permite mitigar en cierto modo estas fluctuaciones ya que las pérdidas podrían ser mayores a las que se ven.

4. ¿Qué expectativas le genera la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011?
5. Según su opinión, ¿Esta ley beneficiará o perjudicará a los ahorradores de las AFP? Explique su respuesta.
6. ¿En cuál de los tres perfiles de inversión (conservador, moderado y agresivo), cree usted que estará la mayor concentración de los recursos de los afiliados a las AFP cuando entre en vigencia la nueva ley de multifondos que entrará en vigencia a partir del año 2011? ¿Por qué?
7. ¿Cómo cree usted que los Fondos de Pensiones deben asesorar a sus ahorradores frente a la aplicación de esta ley en beneficio de los mismos?