

3 de junio de 2014

María Mercedes Cuéllar  
Presidente

Participaron en la elaboración de  
este documento:

Liz M. Bejarano C.

Angela M. Vaca B.

Ricardo A. Acuña C.

## ¿Qué factores considerar en la metodología de rentabilidad mínima para los Fondos de Pensiones?

**Resumen.** Los cambios en la estructura del mercado de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP), derivados de fusiones y adquisiciones, redujeron el número de participantes y motivaron al Gobierno Nacional a revisar la metodología de cálculo de rentabilidad mínima actual, cuyo principal componente es el promedio ponderado de las rentabilidades de sus pares.

Con este fin, en mayo de 2013, el Ministerio de Hacienda publicó para comentarios un proyecto de Decreto que establecía una nueva metodología de cálculo. En esta propuesta se definieron portafolios de referencia, que incluían cinco clases de activos. Adicionalmente, se establecieron para cada tipo de fondo (Conservador, Moderado y Mayor Riesgo) límites máximos y mínimos de participación por clase de activo. Este modelo podría implicar una recomposición de los portafolios de los fondos para seguir de forma precisa esta estructura y asegurar la rentabilidad mínima que establece la Ley.

Esta propuesta regulatoria coincidió con la coyuntura de los mercados internacionales derivada de los anuncios de normalización monetaria de EEUU, y contribuyeron a aumentar los niveles de nerviosismo e incertidumbre en los agentes del mercado, que temían desvalorizaciones adicionales a las generadas por la disminución de liquidez, como consecuencia de la posible recomposición de los portafolios de pensiones. Para disminuir el nerviosismo de los agentes del mercado el Ministerio de Hacienda decidió aplazar la expedición de la norma. Posteriormente, mediante el Decreto 2837 de 2013, se creó una mesa de trabajo con la participación de expertos para la discusión y revisión de la metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima, liderado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Con el fin de contribuir al análisis que han emprendido los entes reguladores para la creación de un esquema de rentabilidad ajustado a la estructura del mercado, sería relevante analizar algunos de los siguientes aspectos: (i) el esquema de incentivos, (ii) evitar los estímulos para que se presente un “efecto rebaño”, (iii) evaluar la conveniencia de ampliar el plazo de medición de la rentabilidad mínima, y (iv) procurar que exista diversificación de los portafolios con activos diferentes a los emitidos por el Gobierno Nacional.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a [faros@asobancaria.com](mailto:faros@asobancaria.com) o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

## ¿Qué factores considerar en la metodología de rentabilidad mínima para los Fondos de Pensiones?

En la actualidad el sistema pensional en Colombia está compuesto por dos regímenes. El primero, de carácter público, es el Régimen Solidario de Prima Media con prestación definida (RPM) a cargo de Colpensiones, en el cual los afiliados obtienen una pensión de vejez, de invalidez, o sobrevivencia toda vez que se cumplan los requisitos estipulados en la Ley.

María Mercedes Cuéllar  
Presidente

El segundo, es el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS) en el cual los afiliados realizan aportes que son administrados por entidades privadas. La introducción de este último, a través de la Ley 100 de 1993, tuvo como principales objetivos minimizar la carga pensional sobre las finanzas del estado, aumentar la cobertura del sistema pensional, fortalecer el ahorro privado en el sistema financiero y mejorar la eficiencia en el manejo de los recursos administrados.

Participaron en la elaboración  
de este documento:

Liz M. Bejarano C.

Angela M. Vaca B.

Ricardo A. Acuña C.

Posteriormente y con el fin de mejorar la eficiencia en la administración de los recursos administrados bajo el RAIS, el Gobierno expidió la Ley 1328 de 2009, en la cual se sentaron las bases del esquema de administración de Fondos de Pensiones y Cesantía conocido como "Multifondos".

En este esquema los recursos que financian las pensiones están invertidos en fondos diferenciados por nivel riesgo y se permite a los afiliados escoger entre tres tipos de fondos (fondo Conservador, fondo Moderado, fondo de Mayor Riesgo) de acuerdo con su edad y su perfil de riesgo. Antes de la expedición de la Ley, una persona de 20 años invertía sus aportes en el mismo fondo que una persona que estaba cercana a obtener su pensión, a pesar de tener objetivos diferentes y de estar dispuestos a asumir diferentes niveles de riesgo. En el esquema de multifondos se permite que cada afiliado pueda depositar sus aportes en fondos con diferentes objetivos de tal forma que se optimice la administración de sus recursos.

De igual manera, en la Ley 1328 de 2009 se reiteró la obligación para las AFP de garantizar a sus afiliados una rentabilidad mínima sobre los fondos administrados bajo este nuevo esquema, con el fin de promover una adecuada gestión de los recursos. La gestión de portafolios del fondo y los rendimientos derivados son relevantes en cuanto pueden constituir más del 50% de la pensión de los afiliados.

En Martínez y Murcia (2008)<sup>1</sup>, se demuestra que el componente principal de la pensión de un afiliado es la capitalización, que se obtiene dada una tasa de retorno del portafolio. Según los autores, si se asume una rentabilidad real anual del 8% durante el periodo de cotización, el 80% de la pensión provendría de la capitalización o intereses del portafolio, aún si asumen tasas reales bajas, como el 4%, el porcentaje de los aportes es menor al obtenido por capitalización.

---

<sup>1</sup>Martínez, O., & Murcia, A. (2008). Sistema de comisiones de las administradoras de fondos de pensiones en Colombia. *Reporte de estabilidad financiera*.

Adicionalmente, los fondos de pensiones son importantes jugadores en el mercado de capitales local por el tamaño de recursos que administran, y sus decisiones de inversión están influenciadas de manera directa por el marco regulatorio, especialmente por el régimen de inversión y las disposiciones normativas para el cálculo de la rentabilidad mínima. De allí que los impactos que pueden generar las modificaciones en este marco regulatorio, pueden afectar de forma relevante el mercado de activos financieros.

Con el fin de contribuir en la construcción de una metodología de medición para rentabilidad mínima, en esta Semana Económica se describe el estado del arte y la experiencia en diferentes países donde se han implementado metodologías de rentabilidad mínima, luego se realiza una breve explicación sobre la metodología local de rentabilidad mínima actual, y sobre la propuesta de modificación presentada en mayo de 2013 por el Ministerio de Hacienda. Finalmente, se presentan algunas consideraciones generales y factores clave que se deben considerar en la construcción del modelo de medición.

### **Experiencia Internacional en esquemas de rentabilidad mínima**

Los modelos de rentabilidad mínima a nivel internacional no cuentan con un estándar definido. Los entes reguladores han diseñado diferentes esquemas de medición de acuerdo con la estructura del sistema y con el comportamiento histórico de los fondos, por lo que pueden encontrarse diversos esquemas de medición.

Con la crisis financiera de 2008 y la volatilidad generada en los mercados, se evidenció la necesidad de atenuar el efecto del riesgo de mercado sobre los fondos de pensiones. Una de las herramientas en discusión, es la estructuración de regímenes de rentabilidad mínima, denominados en el ámbito internacional como Minimum Return Guarantees (MRG). Las MRG permiten limitar el impacto de los riesgos de mercado en los fondos, proteger el monto de aportes acumulado de posibles pérdidas de portafolio e incentivar la confianza de las personas en el régimen privado de pensiones.

De forma general, se puede hablar de dos modelos de rentabilidad mínima en la legislación de distintos países: (i) esquemas basados en garantías de rentabilidad absoluta o (ii) esquemas basados en garantías de rentabilidad relativa.

En los esquemas de garantías de rentabilidad absoluta, los rendimientos se establecen en relación con un rendimiento fijo, no dependen directamente de un portafolio de referencia. Este modelo aplica en países como Japón, Eslovaquia, Suiza, República Checa, Bélgica y Alemania. En el caso particular de Alemania los fondos deben garantizar un retorno mínimo de 0% en términos nominales; lo que se debe comprobar al finalizar el período de ahorro del cotizante. Un tipo especial de fondo llamado *Pensionskassen* también debe garantizar a la fecha de retiro, las contribuciones realizadas por el pensionado más un interés compuesto del 2,25% anual fijado por ley.

Por su parte, en Eslovaquia cada seis meses los fondos deben garantizar 0% de rentabilidad y si los rendimientos sobrepasan el mínimo establecido, están autorizados a cobrar una comisión sobre dicho excedente; mientras que en Bélgica por Ley, debe garantizarse un rendimiento mínimo anual de 3,75% sobre las contribuciones de los empleados y del 3,25% sobre contribuciones voluntarias.

En los esquemas de garantías relativas, el rendimiento mínimo se determina con base en un *benchmark* del mercado, construido como un portafolio sintético por las autoridades reguladoras o al desempeño promedio de los fondos de pensión de la industria. El principal referente de este modelo es el sistema pensional implementado desde 1983 en Chile, en el cual Colombia ha basado su modelo actual.

En Chile, los administradores de los fondos de pensiones deben garantizar que su rentabilidad se encuentre dentro de una banda, establecida según el tipo del fondo. Para los fondos con una alta exposición accionaria, la banda se define como el mayor entre la rentabilidad real de los últimos 36 meses en promedio de todos los fondos del mismo tipo menos dos puntos porcentuales y la rentabilidad en términos reales de los últimos 36 meses en promedio de todos los fondos del mismo tipo menos el valor absoluto del 50% de dicha rentabilidad.

Para aquellos fondos con una baja exposición accionaria, la banda se determina entre la rentabilidad real de los últimos 36 meses en promedio de todos los fondos del mismo tipo menos cuatro puntos porcentuales y la rentabilidad en términos reales de los últimos 36 meses en promedio de todos los fondos del mismo tipo menos el valor absoluto del 50% de dicha rentabilidad.

El modelo de garantías relativas también se aplica en Dinamarca, allí el administrador del fondo de pensiones debe garantizar un retorno mínimo a los cotizantes y tiene la autonomía de determinar esta rentabilidad mínima; lo cual hace armonizando esta rentabilidad con las tasas de interés de largo plazo. En Eslovenia, los fondos de pensión deben garantizar una rentabilidad mínima definida como el 40% de la tasa de interés anual promedio de los bonos gubernamentales; mientras que en Polonia, la rentabilidad mínima debe estar dentro de la banda establecida entre la rentabilidad promedio de todos los fondos durante los últimos 12 meses menos cuatro puntos porcentuales y el 50% de la misma rentabilidad promedio.

## Modelo de medición actual

Actualmente, la metodología establecida para el cálculo de la rentabilidad mínima está determinada en el Decreto 2949 de 2010. En él, se delega a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) para que calcule, verifique y divulgue la rentabilidad mínima obligatoria para cada uno de los tipos de fondos de pensiones obligatorias y cesantía. De forma general, la metodología de cálculo de esta rentabilidad mínima consiste en la suma de dos factores ponderados: el componente de referencia y el promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales de los fondos de pensiones obligatorias de la industria.

El “Componente de Referencia”, está conformado por: (i) la suma ponderada de las rentabilidades calculadas con base en un conjunto de índices del mercado<sup>2</sup> y (ii) la rentabilidad de un portafolio de referencia<sup>3</sup>. Este Componente de Referencia es calculado mensualmente para cada tipo de fondo de pensiones obligatorias por la Superintendencia.

Por su parte el promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales de los pares, se calcula como la sumatoria de la rentabilidad obtenida por cada tipo de fondo, multiplicada por un factor determinado por el tamaño del fondo.

---

<sup>2</sup>Índices COLCAP, COLTES, Barclays Capital Global Aggregate Bond Index, Morgan Stanley Capital International MSCI World.

<sup>3</sup>El portafolio de activos de referencia utilizado por la Superintendencia está compuesto por inversiones en títulos de renta fija de emisores nacionales, con alta calidad crediticia y buenas perspectivas de inversión a largo plazo. Los activos de referencia tendrán una ponderación diferente en cada tipo de fondo.

Ambos factores son ponderados según los porcentajes de participación presentados en la Tabla 1. Como se observa, el componente de rentabilidad de pares es el factor preponderante en el cálculo.

**Tabla 1. Ponderación de los componentes**

Tipo de Fondo de Pensiones Obligatorias	Componente de Referencia	Promedio ponderado de cada tipo de fondo de pensiones obligatorias
Fondo Conservador	30%	70%
Fondo Moderado	20%	80%
Fondo de Mayor Riesgo	10%	90%

Fuente: Decreto 2949 de 2010.

Finalmente, la rentabilidad mínima obligatoria para cada tipo de fondo es la mínima obtenida entre las opciones A y B que se presentan en la Tabla 2.

**Tabla 2. Opciones para definir la rentabilidad**

Tipo de Fondo de Pensiones Obligatorias	Opción A	Opción B
Fondo Conservador	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 30%	La suma de los factores ponderados, menos 200 puntos básicos
Fondo Moderado	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 35%	La suma de los factores ponderados, menos 300 puntos básicos
Fondo de Mayor Riesgo	La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 40%	La suma de los factores ponderados, menos 400 puntos básicos

Fuente: Decreto 2949 de 2010.

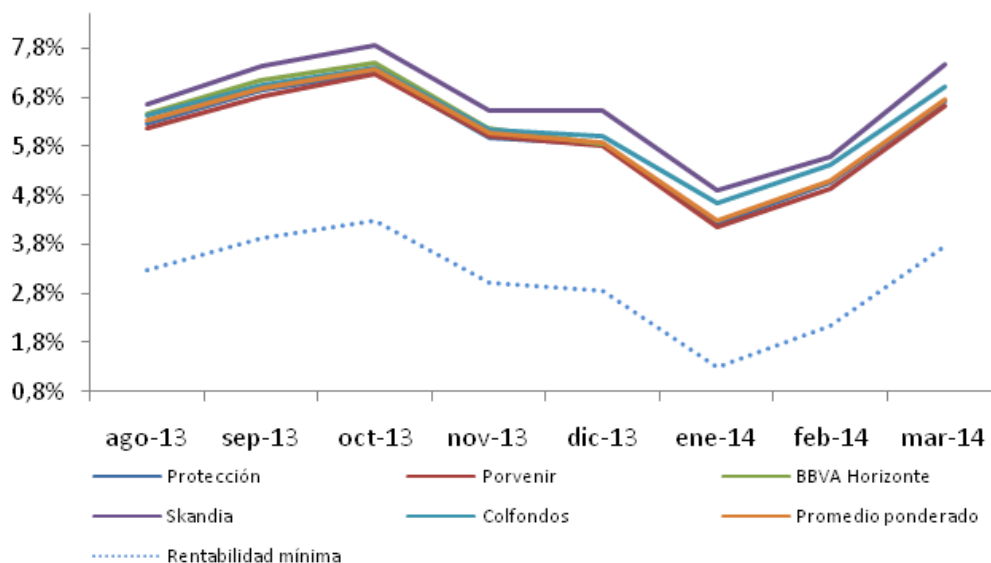
El requerimiento de rentabilidad mínima es verificado por la Superintendencia Financiera mensualmente, mediante la comparación de la rentabilidad acumulada en términos efectivos anuales obtenida por cada tipo de fondo de pensiones con la rentabilidad mínima calculada para el mismo período. La ventana de medición de tiempo para el cálculo de la rentabilidad es de 36 meses para el Fondo Conservador, 48 para el Fondo Moderado y 60 para el de Mayor Riesgo.

En el caso de que una AFP incumpla con la rentabilidad mínima exigida deberá responder con sus propios recursos, aportando la diferencia entre el valor del fondo al momento de la verificación y el valor que este debería tener para alcanzar la rentabilidad mínima obligatoria.

En el Gráfico 1 se presenta la evolución de las rentabilidades observadas de los Fondos Moderados<sup>4</sup> y la rentabilidad mínima exigida por la Superintendencia Financiera, en la cual se observa un amplio margen sobre el rendimiento mínimo exigido, lo cual demuestra una tendencia del sector a mantener un margen de rentabilidad adicional.

<sup>4</sup> Actualmente el 94% de los afiliados al régimen de pensiones de ahorro individual está en fondos moderados.

**Gráfico 1. Evolución de la rentabilidad mínima y la observada por los fondos de pensiones (fondo moderado).**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Asobancaria. A partir del 31 de agosto de 2013, se publican las rentabilidades mínimas del fondo moderado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2.6.5.1.10 del Decreto 2555 de 2010.

### Consideraciones a tener en cuenta en la definición del modelo de rentabilidad mínima.

Teniendo en cuenta las prácticas internacionales y la estructura del mercado en Colombia, se presentan a continuación algunas consideraciones generales que podrían ser evaluadas en el proceso de definición y construcción del esquema de rentabilidad mínima para los fondos de pensiones del país.

#### Incentivos en la gestión de portafolios

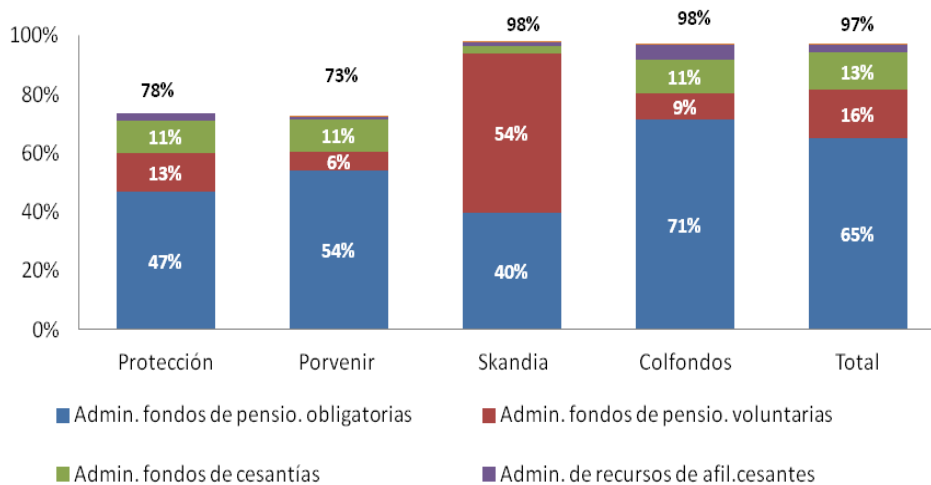
En el régimen actual existen cuatro tipos de comisión que pueden cobrar las AFP, descritas a continuación:

- (i) Comisión de administración: El 3% del ingreso base de cotización de cada afiliado activo, se distribuye entre la comisión de administración y el seguro previsional. Actualmente, en promedio la comisión de administración por aportes obligatorios es del 1,17%, mientras que el costo del seguro previsional es de 1,83%.
- (ii) Comisión por administración de pensiones bajo la modalidad de retiro programado: la cual se calcula como el mínimo entre el 1% del rendimiento mensual de la cuenta o el 1,5% de la mesada pensional.
- (iii) Comisión por administración de recursos de afiliados cesantes: la cual es el mínimo entre el 4,5% del rendimiento mensual y el 50% de la comisión de administración para nuevas cotizaciones de ese mes, sobre el último ingreso base de cotización ajustado anualmente por inflación.

- (iv) Comisión por traslado de afiliados; la cual es cobrada por la AFP de la cual se traslada el afiliado y la calcula como el mínimo entre el 1% del ingreso base de cotización del último recaudo o el 1% de cuatro salarios mínimos legales vigentes<sup>5</sup>.

Con esta estructura de comisiones, más del 70% de los ingresos de las AFP son generados por el cobro de comisiones, principalmente por las comisiones de administración, que se cobran como un porcentaje sobre el salario base de cotización de los afiliados. La estructura de la comisión sobre la base de ingreso del afiliado si bien incentiva el aumento de la cobertura del sistema con más afiliados, no genera los incentivos sobre el desempeño del fondo (Ver Gráfico 2).

**Gráfico 2. Porcentaje de comisiones como parte del ingreso operacional de las AFP**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Asobancaria.

El régimen de incentivos actual, podría generar un sesgo para que el administrador cumpla el requerimiento de rentabilidad, dejando de lado la opción de crear estrategias para aumentar el retorno del fondo. Esto debido a que no se ofrecen beneficios en caso de lograr rendimientos excepcionales o superiores al mínimo regulatorio, por el contrario si no se cumple la rentabilidad mínima la administradora debe asumir la diferencia con recursos de capital propio, provenientes del fondo de reserva de estabilización<sup>6</sup>. Dentro de la modificación al esquema de rentabilidad mínima, sería relevante evaluar el esquema de remuneración e incentivos de las AFP, para alinearlos no solo a la administración del fondo sino al desempeño del mismo.

Es de resaltar que en la actualidad la existencia de la Reserva de Estabilización se constituye como un incentivo para que las AFP gestionen correctamente el portafolio, debido a que esta Reserva representa el 1% del valor del fondo y aproximadamente el 70% del patrimonio de las AFP. Sin embargo, podría complementarse con incentivos

<sup>5</sup>Jara, D. (2006). Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones. *Borradores de Economía*.

<sup>6</sup> La Reserva de Estabilización de Rendimientos de cada fondo se constituye con recursos propios de la AFP y representa el 1% del valor de cada fondo que administran.

adicionales relacionados con el desempeño del portafolio y la generación de rendimientos excepcionales, esto podría implicar la creación de una comisión de desempeño.

### Componente de rentabilidad de los pares

En los esquemas de rentabilidad mínima que contienen un componente de rentabilidad promedio de la industria, es natural que las AFP busquen disminuir la probabilidad de incumplimiento mediante un comportamiento similar o efecto rebaño, en el cual, los agentes buscan que su estrategia de inversión, y por lo tanto, la composición de su portafolio sea similar o igual a la del resto de la industria.

Este comportamiento ha sido ampliamente discutido a nivel internacional debido a que en muchos países el esquema de rentabilidad tiene como componentes de referencia la rentabilidad de la misma industria, lo cual incentiva a los administradores a seguir la estrategia de sus pares, perdiendo oportunidades de optimizar el portafolio en sus dos variables principales: riesgo y rendimiento. Además esto puede restar profundidad a los mercados financieros que se benefician de tener multiplicidad de agentes y diferentes posiciones de mercado, fundamentales para minimizar la volatilidad de precios.

### Índices de referencia del portafolio

En los esquemas de rentabilidad mínima basados en portafolios de referencia compuestos de diferentes clases de activos, es importante que los índices bursátiles<sup>7</sup> elegidos para representar dichos activos sean replicables, es decir, que una administradora pueda encontrar en el mercado los activos del índice con el volumen de liquidez necesario para poder adquirirlos. Lo anterior, sin generar mayores costos para el administrador del portafolio. En el actual portafolio de referencia, existen algunas clases de activos a los cuales los fondos de pensiones no tienen acceso en la práctica o no cuentan con el monto emitido necesario que necesita el fondo para replicar el índice.

Si bien lo ideal sería que en el portafolio de referencia se incluyeran índices de la totalidad de activos disponibles en el mercado local, pocos instrumentos cuentan con la liquidez y profundidad necesaria para contar con índices bursátiles, por lo que es necesario evaluar alternativas para incluir activos menos líquidos dentro de la medición.

### Profundización y diversificación del mercado de capitales

La composición del portafolio de referencia no solo es importante en la gestión de los portafolios por parte de las administradoras, lo es también en el proceso de profundización y diversificación del mercado de capitales local. Los fondos de pensiones cuentan con portafolios superiores a 120 billones de pesos, y canalizan al mercado los flujos mensuales de los aportes que reciben. Actualmente los fondos son grandes tenedores de deuda privada en Colombia y tienen en sus portafolios el 26% de la deuda pública del Gobierno Nacional, por lo cual son participantes fundamentales en el mercado de valores.

---

<sup>7</sup> Un índice es un instrumento estadístico que representa en forma abreviada y simple, múltiples variaciones en precios de una canasta de activos financieros específicos, lo cual permite hacer seguimiento de manera agregada a la evolución de un mercado bursátil o de un conjunto de activos con similares características.



Los activos que no sean incluidos dentro de la medición de los portafolios de referencia que siguen las AFP, cargarían un desincentivo que puede afectar su liquidez, profundidad y finalmente su atractivo en el mercado. En este sentido, sería relevante incluir dentro del portafolio de referencia la deuda corporativa, los fondos de capital privado, los bonos originados en proyectos de infraestructura y los activos atados a diferentes monedas y tasas como la UVR y el IBR. De no ser incluidos podría generarse un incentivo para que las administradoras desmonten las posiciones actuales, reduzcan o eliminen la demanda futura de dichos activos.

La definición de los portafolios de referencia puede ser una herramienta para incentivar la diversificación de los portafolios con activos diferentes a los emitidos por el Gobierno Nacional. Esto sin duda, traerá beneficios para la profundización de segmentos menos dinámicos y permitirá disminuir el riesgo de los portafolios vía diversificación de activos.

### Ventana de medición

En los fondos de pensiones obligatorias los afiliados no eligen cuándo retirar los recursos, solo pueden generarse retiros cuando se presenta alguno de los eventos de vejez, invalidez o muerte, por lo cual, los recursos administrados tienen una vocación de permanencia de largo plazo. En este sentido, la ventana de tiempo para calcular la rentabilidad mínima debe ser acorde con el periodo de permanencia de los aportes; esto incentivaría la estructuración de portafolios en los cuales los rendimientos se materialicen en el largo plazo.

En el documento “Evaluating the Financial Performance of Pension Funds” de la OECD y el World Bank, se expone que los fondos de pensiones están diseñados para maximizar el valor de las pensiones a la edad de jubilación, y no en el retorno del día a día de los activos. Adicionalmente resalta que existe un excesivo énfasis en las rentabilidades de corto plazo, las cuales no son representativas del desempeño del fondo a largo plazo, y que típicamente la regulación provee incentivos a administradores de los fondos a enfocar sus esfuerzos en maximizar los retornos de corto plazo creando portafolios sub-óptimos<sup>8</sup>.

De esta forma, las administradoras y el mercado no tienen incentivos para encontrar el equilibrio de largo plazo, sesgando las decisiones de inversión. En la Tabla 4 se observa cómo de acuerdo con el horizonte de inversión y de medición, cambia la composición del portafolio y los activos elegibles.

---

<sup>8</sup> Un portafolio óptimo es aquel que con un nivel de rendimientos definido tiene el mínimo riesgo posible, o visto de manera similar, para un nivel de riesgo definido se obtiene el mayor rendimiento.

**Tabla 3. Selección de activos por tipo de estrategia**

Riesgos portafolio	Estrategia de Corto plazo	Estrategia de Largo Plazo
Activo libre de riesgo	Titulos deuda corto plazo (T-bills)	Titulos de deuda de largo plazo atados a inflación
Cobertura tasa cambio	Cobertura	Sin cobertura
Inversión acciones	Activos locales	Diversificación con activos internacionales
Liquidez	Preferencia por liquidez	Inversión en instrumentos con potencial de crecimientos e Inversiones alternativas

Fuente: Documento "Evaluating the Financial Performance of Pension Funds" OECD & The World Bank

De hecho, con ventanas de medición más amplias, el administrador de portafolio podría incluir en su estrategia de inversión, los activos no incluidos en los portafolios de referencia (porque no cuentan con índices de referencia o suficiente liquidez) ya que dispondrían del tiempo necesario para obtener el exceso de retorno que pueden ofrecer.

### Proyecto de Decreto del Ministerio de Hacienda

Los recientes cambios en la estructura del mercado de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías<sup>9</sup>, redujeron el número de participantes y motivaron al Gobierno Nacional a revisar la metodología de cálculo actual, cuyo principal componente es el promedio ponderado de las rentabilidades de sus pares. Esta no parece ser una medida ideal con un número reducido de participantes, y además no recoge los diferentes factores que afectan los mercados de valores y el comportamiento de los diferentes activos en los que dichos fondos invierten.

En mayo de 2013, el Ministerio de Hacienda publicó para comentarios un proyecto de Decreto y una Resolución en los cuales establecía una nueva metodología de cálculo. En esta propuesta se definieron portafolios de referencia, con cinco clases de activos representados por índices de referencia. Adicionalmente, se establecieron para cada tipo de fondo (Conservador, Moderado y Mayor Riesgo) límites máximos y mínimos de participación por clase de activo (Ver Tabla 3).

**Tabla 4. Clases de activos y sus respectivos índices.**

Clase de activo	Índice de Referencia	Fondo Conservador		Fondo Moderado		Fondo Mayor Riesgo	
		Mínimo (%)	Máximo (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)
Renta variable local	COLCAP	10	15	30	35	35	45
Renta fija local	COLTES	45	80	35	50	25	35
Renta variable internacional	Morgan Stanley Capital International World Index	5	15	10	25	25	40
Renta fija internacional	Global Aggregate Bond Index	2	10	5	20	10	25
Depósitos a la vista	COLIBR	0	5	0	5	0	5

Fuente: Proyecto de Resolución, Ministerio de Hacienda.

<sup>9</sup> En 2008, ING Pensiones y Cesantías adquiere AFP Santander. Luego, en 2013 ING es absorbido por Protección. En este mismo año la AFP Horizonte es adquirida por AFP Porvenir. Actualmente existen cuatro Administradoras de Fondos de Pensiones: Porvenir, Protección, Colfondos y Skandia.

La rentabilidad mínima para cada tipo de fondo sería la más baja obtenida entre todas las combinaciones posibles de las clases de activos, dentro de los rangos de participación correspondientes a cada tipo de fondo. Se estableció que la primera verificación de rentabilidad mínima obligatoria se realizaría a partir del 1 de septiembre de 2014, usando como período de cálculo los últimos doce (12) meses para todos los tipos de fondos.

Esta propuesta se enfocó únicamente en la definición de los portafolios de referencia, dejando de lado el esquema de incentivos para premiar los rendimientos excepcionales. No se integra al modelo ningún tipo de incentivo sobre el desempeño del fondo; lo cual, como ya se mencionó, genera un sesgo en la administración de los distintos tipos de fondos al dejar de lado la opción de crear estrategias para aumentar los retornos.

Sería recomendable entrar a evaluar herramientas que permitan premiar a las administradoras de los fondos al lograr rendimientos excepcionales o superiores al mínimo regulatorio, con las cuales también se premiaría a los aportantes del sistema a través de la obtención de mayores rendimientos de su capital, traduciéndose esto en pensiones más altas en el futuro.

Aunque la propuesta del Ministerio de Hacienda elimina el efecto rebaño al suprimir de la metodología el componente de la rentabilidad de los pares y amplía en cierto grado las posibilidades de inversión, al proporcionar índices de referencia fácilmente replicables junto con mayor libertad en cuanto a la construcción de portafolios; no favorece en gran medida a la profundización del mercado de capitales ya que se obvian algunas clases de activos como bonos corporativos, fondos de capital privado, inversiones alternativas, y activos atados a diferentes monedas y tasas como la UVR y el IBR, en la construcción del portafolio de referencia.

En este sentido, dada la alta participación de las AFP en el mercado de capitales, se desincentiva la demanda por este tipo de activos lo cual no contribuye en ningún grado a la profundización del mercado. Por otro lado, la inversión en instrumentos con potencial de crecimiento e inversiones alternativas, es una estrategia que permite disminuir el riesgo de liquidez en el largo plazo. Debería por lo tanto abrirse la posibilidad de incorporar este tipo de instrumentos durante la elaboración de los portafolios de referencia, dada la vocación de permanencia de largo plazo que tienen los recursos administrados por cada AFP. El proyecto del Ministerio no corrige la visión cortoplacista de obtención de rendimientos y deja de lado esta valiosa herramienta en la gestión del riesgo.

En línea con lo anterior, tampoco se modifica la ventana de tiempo para calcular la rentabilidad mínima, la cual debería incentivar la estructuración de portafolios con rendimientos que se materialicen en el largo plazo y el periodo establecido para la primera medición parece apresurado a la hora de adoptar un modelo estructuralmente diferente al actual. Un proyecto que propenda a la disminución del riesgo y al aumento de rentabilidades en el largo plazo, debe armonizar la ventana de tiempo para calcular la rentabilidad mínima con estos objetivos; estableciendo instrumentos que en el corto plazo permitan incentivar y verificar la correcta administración de los fondos, sin afectar sus objetivos y estrategias en el largo plazo.

Cabe resaltar que estos cambios regulatorios coincidieron con la coyuntura de los mercados internacionales derivada de los anuncios de normalización monetaria de EEUU, y contribuyó a aumentar los niveles de nerviosismo e incertidumbre en los agentes del mercado, lo cual derivó en altos niveles de volatilidad en los precios de los activos y pérdidas en los portafolios.

Para disminuir el nerviosismo del mercado, el Ministerio de Hacienda decidió aplazar la expedición de la norma. Posteriormente, en Diciembre de 2013, mediante el Decreto 2837, se creó una mesa de trabajo con la participación de expertos para la discusión y revisión de la metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima, liderado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

En esta mesa participan el Superintendente Financiero, el Director de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF), un (1) representante del Banco de la República y cinco (5) expertos en materia financiera, en mercado de capitales y administración de portafolio, designados por el Ministro de Hacienda y Crédito Público.

## Consideraciones finales

Es claro que definir una metodología adecuada de rentabilidad mínima no es una tarea sencilla. Los modelos de rentabilidad mínima a nivel internacional no cuentan con un estándar definido y en cada jurisdicción los entes reguladores han diseñado diferentes esquemas de medición de acuerdo con la estructura del sistema y con el comportamiento histórico de los fondos. Sin embargo, de las experiencias internacionales se observa que en la construcción de un modelo de medición se han de considerar algunos de los siguientes factores:

- i. Alinear y complementar el esquema de rentabilidad mínima con un esquema de incentivos que beneficie al administrador cuando genere rendimientos excepcionales.
- ii. Evitar los incentivos para que los administradores asuman un “efecto rebaño” y por lo tanto se favorezca una gestión de portafolios activa.
- iii. Ampliar el plazo de medición de rentabilidad mínima, para que esta sea acorde con el período de permanencia de los aportes; e incentive a la estructuración de portafolios de largo plazo.

También es relevante tener en cuenta que mediante la definición de los portafolios de referencia se puede incentivar la diversificación de los portafolios con activos diferentes a los emitidos por el Gobierno Nacional, lo cual fomentaría la profundización de los mercados de activos poco líquidos.

## Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2011	2012	2013					2014					2015
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	621,6	664,5	172	175	179	181	707	...	...	...	...	739,2	776,9
PIB Nominal (USD B)	328	366	94	91	93	94	367	...	...	...	...	383,6	403,2
<b>Crecimiento Real</b>													
PIB real (% Var. Interanual)	6,6	4,0	2,6	4,0	5,4	4,9	4,3	...	...	...	...	4,6	5,1
<b>Precios</b>													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	3,7	2,4	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	2,1	...	...	...	3,0	3,5
Inflación básica (% Var. Interanual)	3,9	3,2	2,6	2,2	2,2	2,1	2,4	2,3	...	...	...	...	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	1943	1768	1832	1929	1915	1927	1927	1965	...	...	...	1970	2020
Tipo de cambio (Var. % interanual)	1,5	-9,0	2,2	8,1	6,3	9,0	9,0	7,3	...	...	...	2,2	2,5
<b>Sector Externo</b>													
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,0	-3,3	-3,4	-2,6	-4,1	-3,6	-3,5	...	...	...	...	...	...
Cuenta corriente (USD mmM)	-9,4	-12,1	-3,2	-2,4	-3,8	-3,4	-12,7	...	...	...	...	...	...
Balanza comercial (USD mmM)	6,2	5,2	0,8	1,3	0,2	0,6	3,0	...	...	...	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	56,7	60,0	14,0	14,9	14,3	14,8	58,0	...	...	...	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	50,5	54,6	13,2	13,6	14,1	14,2	55,0	...	...	...	...	...	...
Servicios (neto)	-4,6	-5,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,4	-5,5	...	...	...	...	...	...
Renta de los factores	-16,0	-15,9	-3,7	-3,6	-3,6	-3,7	-14,7	...	...	...	...	...	...
Transferencias corrientes (neto)	4,9	4,6	1,0	1,2	1,2	1,1	4,6	...	...	...	...	...	...
Inversión extranjera directa (USD mmM)	13,4	15,8	5,3	4,4	9,1	4,3	23,1	...	...	...	...	...	...
<b>Sector Público (acumulado)</b>													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	-0,1	0,2	0,8	2,4	2,4	0,3	0,3	...	...	...	...	...	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-2,8	-2,3	0,4	1,3	0,7	-2,4	-2,4	...	...	...	...	...	...
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	0,1	1,8	1,9	3,6	4,0	1,5	1,5	...	...	...	...	...	...
Bal. del SPNF (% del PIB)	-1,8	0,4	1,4	2,5	2,1	-0,9	-0,9	...	...	...	...	...	...
<b>Indicadores de Deuda</b>													
Deuda externa bruta (% del PIB)	22,9	21,6	21,7	22,2	24,0	24,4	24,4	...	...	...	...	...	...
Pública (% del PIB)	12,9	12,7	12,4	12,3	13,6	13,8	13,8	...	...	...	...	...	...
Privada (% del PIB)	10,0	8,8	9,3	10,0	10,4	10,6	10,6	...	...	...	...	...	...
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	35,4	35,3	33,3	32,3	32,4	33,9	33,9	...	...	...	...	...	...

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

## Colombia. Estados financieros\*

	mar-14 (a)	feb-14	mar-13 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
<b>Activo</b>	<b>401.386</b>	<b>399.554</b>	<b>349.193</b>	<b>12,1%</b>
Disponible	26.054	25.816	25.194	0,9%
Inversiones	79.802	78.005	67.736	14,9%
Cartera Neta	257.985	256.735	225.281	11,7%
Consumo Bruta	74.658	74.541	67.459	8,0%
Comercial Bruta	161.268	160.561	141.418	11,2%
Vivienda Bruta	25.756	25.366	20.067	25,2%
Microcrédito Bruta	7.968	7.894	6.872	13,1%
Provisiones**	11.666	11.627	10.536	8,0%
Consumo	4.564	4.597	4.375	1,8%
Comercial	5.994	5.937	5.281	10,7%
Vivienda	542	540	476	11,2%
Microcrédito	566	553	405	36,3%
Otros	37.546	38.998	30.983	18,2%
<b>Pasivo</b>	<b>345.026</b>	<b>344.850</b>	<b>301.939</b>	<b>11,5%</b>
Depósitos y Exigibilidades	265.187	266.666	230.242	12,4%
Cuentas de Ahorro	134.173	136.516	113.520	15,3%
CDT	78.066	78.228	72.704	4,7%
Cuentas Corrientes	44.940	44.404	37.070	18,3%
Otros	8.009	7.519	6.948	12,5%
Otros pasivos	79.838	78.184	71.697	8,6%
<b>Patrimonio</b>	<b>56.361</b>	<b>54.704</b>	<b>47.254</b>	<b>16,4%</b>
<b>Ganancia/Pérdida del ejercicio</b>	<b>2.240</b>	<b>995</b>	<b>2.316</b>	<b>-5,6%</b>
Ingresos por intereses	7.198	4.763	7.010	0,2%
Gastos por intereses	2.459	1.612	2.647	-9,4%
Margen neto de Intereses	4.735	3.148	4.359	6,0%
Ingresos netos diferentes de Intereses	2.955	1.411	3.266	-11,7%
Margen Financiero Bruto	7.690	4.558	7.625	-1,6%
Costos Administrativos	3.126	2.057	3.083	-1,1%
Provisiones Netas de Recuperación	995	697	1.037	-6,4%
Margen Operacional	3.569	1.805	3.505	-0,7%
<b>Indicadores</b>				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	<b>3,04</b>	<b>2,97</b>	<b>2,97</b>	<b>0,07</b>
Consumo	4,73	4,64	4,87	-0,14
Comercial	2,23	2,14	2,03	0,20
Vivienda	2,00	2,04	2,41	-0,41
Microcrédito	6,89	6,85	5,24	1,65
Cubrimiento**	<b>146,56</b>	<b>150,27</b>	<b>144,11</b>	<b>2,45</b>
Consumo	129,38	132,93	120,46	8,92
Comercial	166,58	172,44	176,94	-10,36
Vivienda	105,23	104,47	99,71	5,52
Microcrédito	103,09	102,22	99,97	3,12
ROA	1,69%	1,65%	2,12%	-0,4%
ROE	12,47%	12,17%	15,24%	-2,8%
Solvencia	15,50%	14,51%	16,78%	-1,3%

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida / Cartera Bruta.

\*Datos mensuales a marzo de 2014 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

\*\* No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.