

MEMORIA JUSTIFICATIVA

Actualización de la metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima de los portafolios de cesantías de corto plazo

1. Antecedentes y motivaciones

La Ley 100 de 1993 contempló en su momento la incorporación del mecanismo de rentabilidad mínima como un instrumento para promover la gestión eficiente de los recursos administrados por las entidades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP). De acuerdo con el Decreto 2555 de 2010, el portafolio de cesantía de corto plazo está orientado a “(...) administrar recursos del auxilio de cesantía con horizontes esperados de permanencia cortos, cuyo régimen de inversión propenderá por mitigar el riesgo generados por la concentración de los flujos de retiros.”¹.

En línea con lo anterior, la definición de la rentabilidad mínima de este portafolio debe corresponder con su orientación. A lo largo del tiempo, el Gobierno nacional ha implementado cambios y actualizaciones a la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima para el portafolio de cesantías de corto plazo. Se destacan los siguientes elementos de la revisión del marco legal y normativo al respecto:

- El artículo 101 de la Ley 100 establece que las AFP deberán garantizar una rentabilidad mínima para cada uno de los portafolios de cesantía. La definición de dicha rentabilidad mínima le corresponde al Gobierno nacional.
- La Ley 1328 de 2009 introdujo el esquema Multifondos para la gestión de los recursos del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS). En cuanto a la administración de las cesantías, esta Ley definió dos tipos de portafolios, uno de corto plazo y otro de largo plazo.
 - Para el portafolio de cesantía de corto plazo, la Ley 1328 de 2009 establece que “(...) tratándose del portafolio que se defina para la inversión de los recursos de corto plazo destinados a atender las solicitudes de retiros anticipados, la rentabilidad mínima deberá tener como referente la tasa de interés de corto plazo o un indicador de corto plazo que el Gobierno Nacional determine, en los términos y condiciones que el mismo establezca”²
- En desarrollo de las disposiciones contenidas en la Ley 1328 de 2009, se expidió el Decreto 4936 de 2009, incorporado posteriormente al Decreto 2555 de 2010. La rentabilidad mínima del portafolio de cesantía de corto plazo contenía los siguientes elementos:
 - La rentabilidad del portafolio de referencia se calculará a partir del comportamiento de un indicador basado en el precio de mercado de un título sintético basado en títulos

¹ Numeral 1 del artículo 2.6.7.1.1 del Decreto 2555 de 2010

² Artículo 52 de la Ley 1329 de 2009.

de tesorería TES con plazo inicial al vencimiento de 90 días. La tasa de dicho título sintético será equivalente a la tasa a 90 días de la curva cero cupón.

- La rentabilidad mínima será la rentabilidad acumulada efectiva anual del portafolio de referencia disminuida en un veinticinco por ciento (25%). Esta disminución permite generar el margen de maniobra necesario para que los administradores logren la mejor asignación de activos posible dados los objetivos y perfiles de riesgo.
- El Decreto 1861 de 2014 actualizó la composición del portafolio de referencia. A partir de este Decreto, se planteó el uso de la tasa IBR *overnight*, en sustitución del TES sintético a 90 días, pues esta nueva tasa representa de mejor manera las condiciones de liquidez y el comportamiento del mercado monetario, en línea con los objetivos del portafolio. De esta forma, la rentabilidad mínima se definió como la rentabilidad acumulada efectiva anual del nuevo portafolio de referencia disminuida en un veinticinco por ciento (25%).
- El Decreto 2392 de 2018 actualizó la metodología del cálculo de la rentabilidad acumulada de los portafolios de cesantía de corto plazo administrados por las AFP. La nueva metodología, basada en el cálculo del valor de la Unidad (NAV, por su sigla en inglés), sustituye la alternativa denominada Tasa Interna de Retorno (TIR), debido a que la opción NAV permite medir de mejor manera la gestión realizada por los administradores de los recursos. En este punto, resulta importante anotar que, aunque el Decreto 2555 de 2010 define una fórmula que permite obtener el valor diario del portafolio de referencia en la que figuran los aportes netos, el cálculo de la rentabilidad de dicho portafolio de referencia, que implementa la Superintendencia Financiera de Colombia, se desarrolla a través del cálculo del valor de la unidad (NAV), en cuya metodología los aportes netos no tienen impacto en los valores de las unidades. El anexo 1 incluye una explicación más detallada respecto de la metodología empleada para la determinación de la rentabilidad mínima.

A pesar de los cambios enunciados anteriormente, la presente coyuntura económica y financiera derivada de la pandemia – que se ha manifestado en un incremento significativo de la incertidumbre en los mercados y bajas tasas de interés – pone de manifiesto la necesidad de actualizar la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima del portafolio de cesantías de corto plazo, de tal manera que esta refleje de mejor manera las condiciones de mercado y otorgue el margen de maniobra necesario a los administradores en escenarios de bajas tasas de interés, tal como ocurre con las metodologías de rentabilidad mínima implementadas para el portafolio de cesantías de largo plazo, los fondos de pensiones obligatorias y el fondo especial de retiro programado.

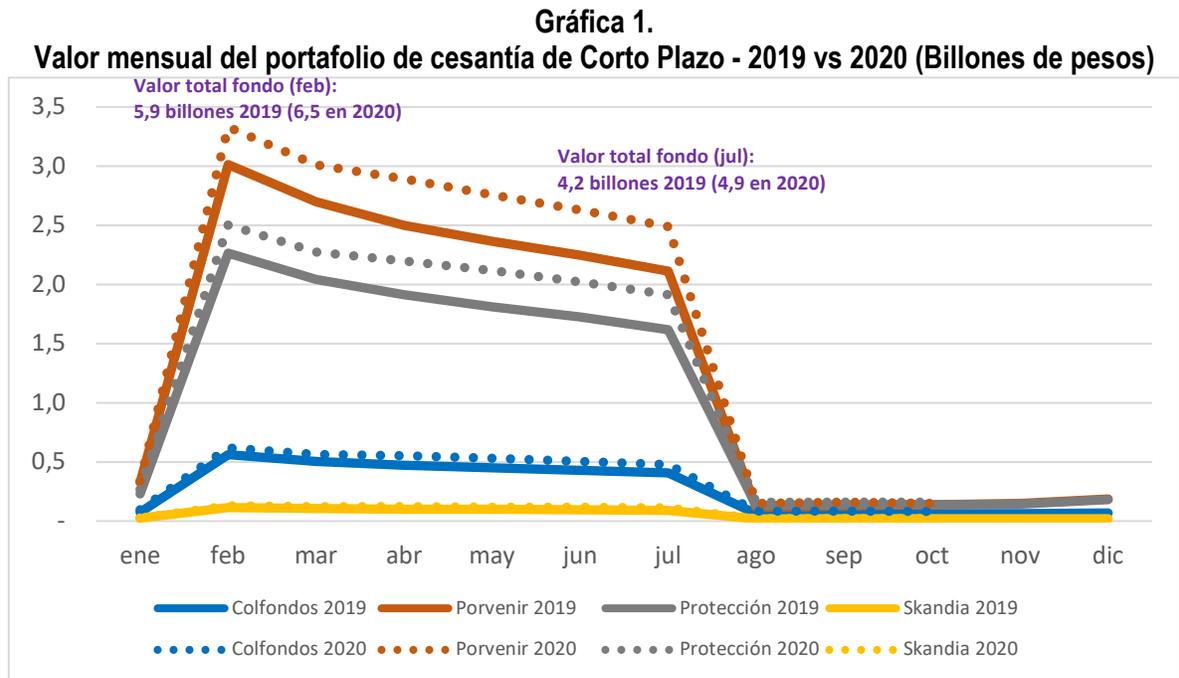
2. Características del portafolio de cesantía de corto plazo

En línea con lo anteriormente expuesto, la URF considera que este portafolio debe contar con las siguientes características:

- Ser un portafolio líquido
- Propender por la seguridad y disponibilidad de los recursos
- Tener una baja exposición al riesgo de mercado

Resulta importante aclarar que a través del portafolio de cesantías de corto plazo se efectúa el recaudo anual de las cesantías a las que tienen derecho los trabajadores afiliados a las AFP. Igualmente, la normativa actual establece que dichos recursos deben estar disponibles para atender las solicitudes de retiro por parte de los afiliados, y que aquellos recursos que no sean retirados en el corto plazo deben ser trasladados, a más tardar en el mes de agosto de cada año, al portafolio de cesantías de largo plazo, el cual está diseñado para obtener rendimientos en horizontes de tiempo más amplios³.

La siguiente gráfica presenta el valor de los portafolios de cesantía de corto plazo de las AFP para cada mes del 2019 y 2020.



Cifras Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos propios.

En resumen, el portafolio de cesantía de corto plazo es aquel a través del cual se efectúa el recaudo anual de los recursos, se atienden las solicitudes de retiros anticipados y (en agosto) se trasladan al portafolio de largo plazo aquellos recursos que no fueron retirados por los afiliados. En este sentido, el portafolio de referencia empleado para definir la rentabilidad mínima – conformado por el IBR *overnight* evaluado en un plazo de 90 días – representa de la mejor manera posible la naturaleza de corto plazo de este portafolio de cesantía, así como las condiciones del mercado monetario, que a su vez es un mercado líquido y con bajo riesgo de mercado.

³ Esto representa la dinámica establecida por defecto en la normativa, que se activa en caso de que el afiliado no determine exactamente la selección y distribución de los recursos de las cesantías en los dos tipos de portafolios disponibles. En todo caso, el afiliado siempre tiene la facultad de elegir y seleccionar el perfil de administración en los términos definidos en el título 7 del libro 6 de la parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

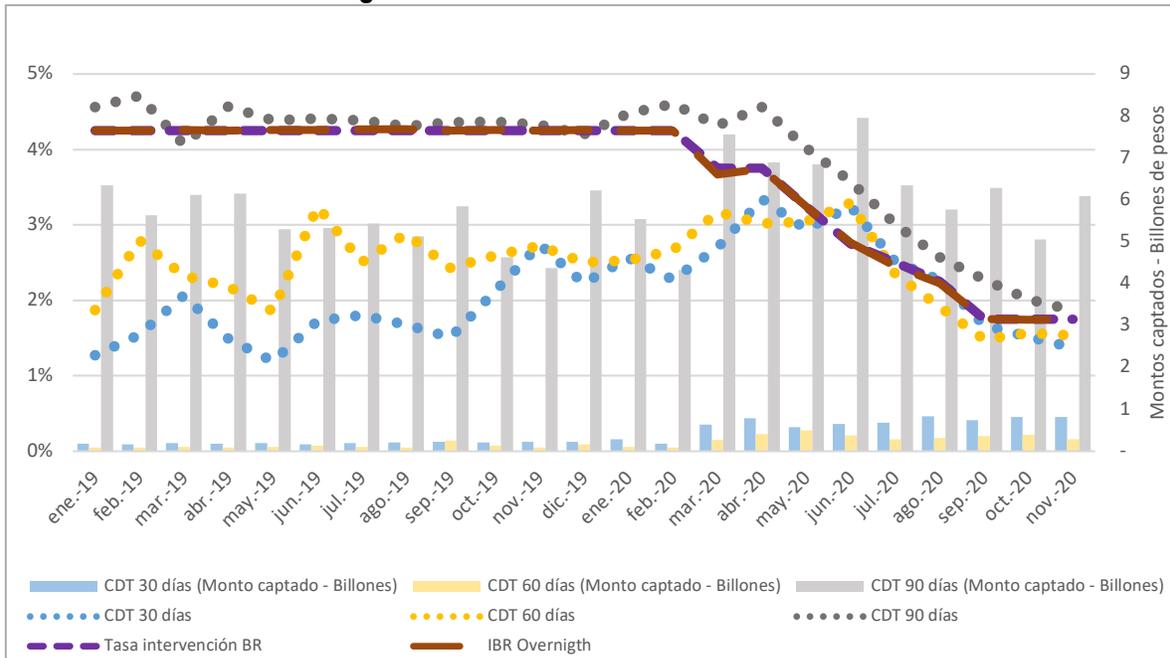
3. Coyuntura financiera actual

La pandemia y las medidas adoptadas para controlarla han tenido grandes impactos en los mercados financieros. Las condiciones de la economía y la incertidumbre en cuanto a su comportamiento y el de los mercados internacionales a aumentado la preferencial por activos líquidos. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha implementado una serie de medidas que, entre otros objetivos, ha promovido el correcto funcionamiento de los mercados financieros– suministrando la liquidez requerida para asegurar que los agentes pueden honrar sus obligaciones –, la estabilización de los mercados y la reactivación de la actividad económica.

Dentro de un conjunto amplio de medidas implementadas por la JDBR, se destaca la disminución de la tasa de política monetaria (TPM) en 250 pb de 4,25% a 1,75% durante el año 2020. En el mismo periodo, el IBR *overnight* presentó un descenso equivalente (250,2 pb).

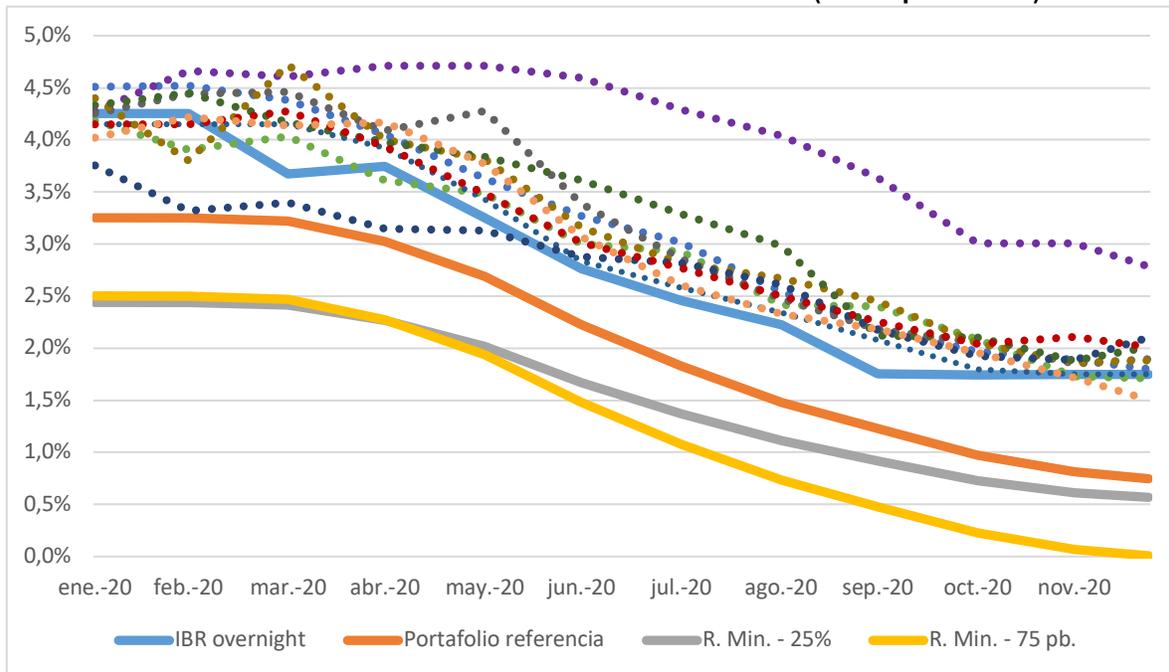
Por su parte, las tasas de captación presentaron movimientos que representaron una convergencia hacia el valor observado de la IBR *overnight*. Las siguientes gráficas presentan el comportamiento de estas variables antes y durante la pandemia del Covid-19.

Gráfico 2.
Algunas variables del mercado monetario



Cifras: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos propios.

Gráfico 3.
Rentabilidad mínima Vs. Tasas para operaciones de tesorería ofrecidas a inversionistas institucionales – muestra de 10 entidades financieras (líneas punteadas)



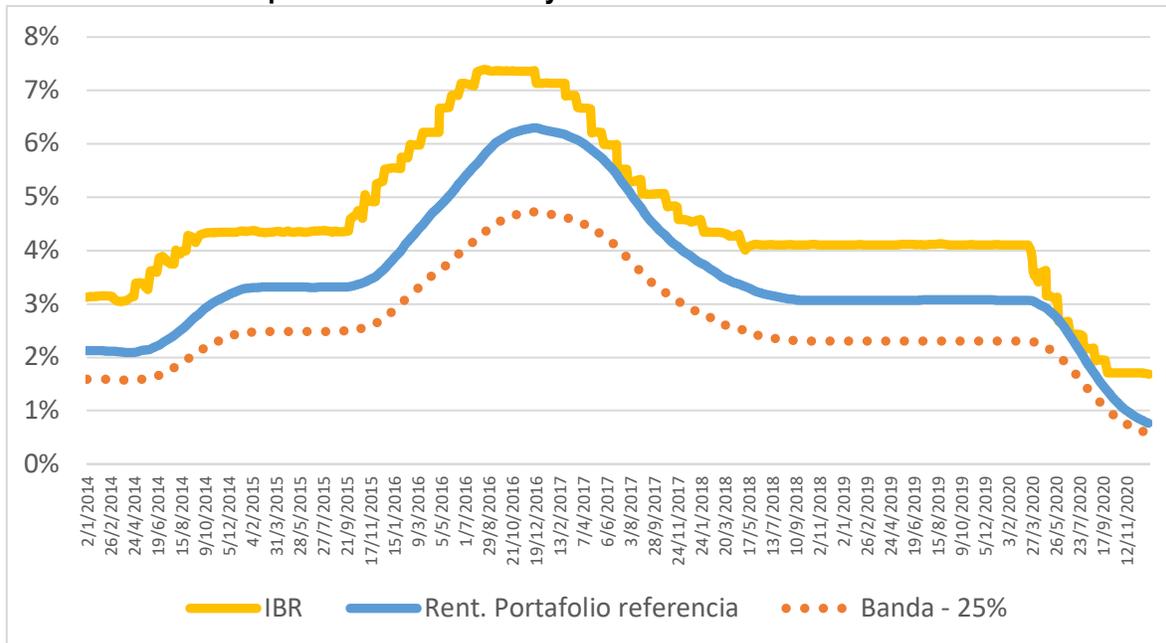
Cifras: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos propios.

En su último informe de política monetaria, el Banco de la República señala que “(...) las condiciones financieras internas y externas han mejorado en un entorno de amplia liquidez, aunque algunos indicadores no han alcanzado los niveles observados a principios de año”⁴. El informe también resalta la alta incertidumbre asociada a las proyecciones económicas y financieras para 2021 y 2022. En este contexto, se espera que 2021 sea un año de bajas tasas de interés en el mercado monetario local. Esto tendrá impactos tanto en la tasa *IBR overnight* como en la rentabilidad mínima del portafolio de cesantías de corto plazo.

A continuación, se presenta el comportamiento histórico de la *IBR overnight* y la rentabilidad mínima.

⁴ Banco de la República, Informe de política monetaria, octubre de 2020.

Gráfico 4.
Comportamiento de la IBR y la rentabilidad mínima 2014-2020



Cifras: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos propios.

En la Gráfica 4 se observa que cuando se tienen tasas de interés bajas, la diferencia entre la rentabilidad del portafolio de referencia y la rentabilidad mínima también se reduce, lo que implica un limitado margen de maniobra de los administradores en un escenario de alta incertidumbre. Lo anterior se explica por la manera en la que se calcula rentabilidad mínima, pues la reducción de un 25% de una tasa baja es a su vez un valor bajo. A modo ilustrativo, la reducción del 25% del retorno del portafolio de referencia para el año 2019 representó una disminución de cerca de 770 pb. en promedio, mientras que para el último trimestre de 2020 dicha reducción de 25% representó una disminución de cerca de 250 pb. respecto del portafolio de referencia.

Este rasgo de la metodología ha sido solucionado en los otros portafolios administrados por las AFP a través de la inclusión de dos opciones de cálculo que se activan en función del nivel de las tasas de interés observado en el mercado: 1) reducción de un porcentaje fijo respecto de la rentabilidad del portafolio de referencia, que aplica en momentos de altos rendimientos y tasas de interés altas, o; 2) reducción de un valor fijo expresado en puntos básicos respecto de la rentabilidad del portafolio de referencia, metodología que aplica en momentos de menores rendimientos y tasas de interés bajas.

A continuación, se presentan las metodologías de ajuste del retorno del portafolio de referencia para los demás portafolios administrados por las AFP, de las cuales se selecciona aquella que resulte mayor:

Tabla 1
Opciones de ajuste del retorno del portafolio de referencia para los diferentes fondos

	Opción reducción de un % fijo	Opción reducción de una cantidad de pb. fijos
Fondo de mayor riesgo	Disminución del 40% del retorno del portafolio de referencia	Disminución de 400 pb. del retorno del portafolio de referencia
Fondo moderado	Disminución del 35% del retorno del portafolio de referencia	Disminución de 300 pb. del retorno del portafolio de referencia
Fondo conservador	Disminución del 30% del retorno del portafolio de referencia	Disminución de 200 pb. del retorno del portafolio de referencia
Fondo especial de retiro programado	Disminución del 35% del retorno del portafolio de referencia	Disminución de 300 pb. del retorno del portafolio de referencia
Portafolio de cesantía de largo plazo	Disminución del 25% del retorno del portafolio de referencia	Disminución de 220 pb. del retorno del portafolio de referencia

Libro 6 de la parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

Actualmente, el cálculo de la rentabilidad mínima del portafolio de cesantía de corto plazo es el único que no cuenta con la opción de reducción de puntos básicos fijos respecto del portafolio de referencia, lo que representa una escasa capacidad de acción de los administradores, particularmente en un escenario de alta incertidumbre en cuanto a los movimientos de los mercados. Es por esta razón que resulta importante en este momento actualizar la metodología de cálculo para este portafolio.

4. Error de réplica.

La regulación de los fondos de pensiones y cesantía ha venido adaptándose a las cambiantes condiciones del mercado, buscando la obtención del mejor resultado posible para los afiliados, dentro de unos perfiles de riesgo definidos. Así, los cambios recientes han privilegiado la identificación, revelación y gestión de los conflictos de interés y la ampliación de las posibilidades de inversión de los fondos de pensiones dentro de un marco de estándares de gobierno corporativo más robustos, de tal manera que se refuerce la responsabilidad de los administradores en la gestión de los recursos de la seguridad social.

En este sentido, la actualización de las disposiciones aplicables al portafolio de cesantía de corto plazo constituye un escenario idóneo para seguir avanzando hacia la implementación de una regulación más flexible para la administración de los recursos, más orientada a los principios de hombre prudente que promueven conductas encaminadas a la gestión eficiente y responsable de los recursos.

El error de réplica (o *tracking error*, como se conoce en la literatura en inglés) constituye un indicador que permite identificar la desviación esperada del retorno de un portafolio respecto del retorno de un indicador o portafolio de referencia. Valores grandes del error de réplica indican una mayor tolerancia al riesgo por parte del administrador, pues está dispuesto a desviarse en mayor medida del portafolio de referencia. El error de réplica tiene el potencial de brindar información de utilidad a los afiliados, a los administradores y al supervisor en cuanto a la gestión de los riesgos propios de los portafolios administrados por las AFP.

5. Elementos de la propuesta

Con base en lo expuesto anteriormente, la propuesta normativa contempla dos elementos regulatorios, que se presentan a continuación.

a) Inclusión de la opción de reducción de 75 pb. En la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima del portafolio de cesantía de corto plazo

Tal como ocurre en las metodologías de cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias, el fondo especial de retiro programado y el portafolio de cesantía de largo plazo, la propuesta introduce una segunda opción de reducción dentro del cálculo de la rentabilidad mínima en el portafolio de cesantía de corto plazo. Para este último portafolio, se contempla como segunda opción de cálculo la reducción de 75 pb. sustentado en los siguientes elementos:

- En un entorno de tasas de interés bajas y alta incertidumbre, una reducción de 25% del retorno del portafolio de referencia implica un menor margen de maniobra para los administradores.
- La reducción de 75 pb. es consistente con los márgenes de maniobra con los que contaban las AFP en los momentos previos a la coyuntura de pandemia.
- La reducción absoluta propuesta (75 pb.) es menor si se compara las reducciones absolutas consideradas en los demás fondos de pensiones y cesantías por las siguientes consideraciones:
 - Se trata de un portafolio de muy corto plazo, respecto de todos los demás.
 - Se trata de un portafolio de recaudo y pago, líquido, seguro y con muy baja exposición al riesgo de mercado.
 - Se esperan estrategias de inversión que prioricen cumplir con los objetivos del portafolio
- Se hace homogénea la metodología de ajuste de la rentabilidad del portafolio de referencia respecto de todos los demás fondos de la seguridad social administrados por las AFP.
- Un análisis de las tasas de captación ofrecidas por entidades financieras⁵ a los inversionistas institucionales a través de cuentas de ahorro permitió constatar que, en promedio para el último trimestre de 2020, estas tasas están 18 pb. por encima del IBR *overnight* evaluado en el mismo periodo .

⁵ Para el mes de diciembre se consideraron las tasas ofrecidas por 15 entidades financieras en sus cuentas de ahorro. La información fue requerida por la Superintendencia Financiera de Colombia tanto a las AFP como a las entidades financieras que los ofrecen.

b) **Revelación del error de réplica en la política de inversión para el portafolio de cesantía de corto plazo**

Dada la coyuntura actual de bajas tasas de interés y alta incertidumbre en el portafolio de cesantía de corto plazo, se considera importante implementar herramientas que promuevan la transparencia en la administración de los recursos de inversión. Para lograr este objetivo, se propone incluir en la normativa la obligación, por parte de las AFP, de definir un nivel del error de réplica **ex ante** máximo, de acuerdo con las recomendaciones de los comités de riesgo e inversiones, en la política de inversión del portafolio de cesantía de corto plazo, consistente con el cumplimiento de la rentabilidad mínima. Con esto se pretende mejorar los siguientes aspectos:

- Identificación de la tolerancia al riesgo por parte de las AFP en relación con los objetivos del portafolio.
- Consistencia en la toma de decisiones de inversión frente al perfil de riesgo del portafolio administrado.
- Fortalecer la transparencia y la disciplina de mercado.
- Brindar información relevante a la Superintendencia Financiera de Colombia, para continuar fortaleciendo el esquema de supervisión basada en riesgos.

Cualquier sobrepaso del nivel de error de réplica definido por las AFP debe ser reportado a la Superintendencia Financiera de Colombia, junto con un plan de ajuste para retornar a los niveles adecuados de este indicador. El cálculo del error de réplica debe ser consistente con los modelos multi-factoriales de riesgos que use cada AFP, y en consecuencia su definición debe ser flexible.

ANEXO 1

La metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima para el portafolio de cesantía de corto plazo empleado por la Superintendencia Financiera de Colombia se divide en dos etapas diferenciadas, tal como se explica a continuación.

Etapa 1 – Determinación del Valor del portafolio sintético de referencia

Según el Decreto 2555 de 2010, el plazo para evaluar la rentabilidad mínima del portafolio de cesantía de corto plazo es de 3 meses, dada las características líquidas y de corto plazo de este. La rentabilidad mínima se define a partir de la evolución de un portafolio de referencia, cuyo **valor** diario, **en pesos**, se obtiene a partir de la siguiente fórmula

$$V_t = (V_{t-1} * [1 + IBR_{overnight(t)}] + A_t) \left(1 - \frac{C}{365}\right)$$

V_t	=Valor del portafolio de referencia neto de comisiones al cierre del día.
V_{t-1}	= Valor del portafolio de referencia neto de comisiones al cierre del día anterior. $T-1$
$IBR_{overnight(t)}$	= Tasa <i>IBR overnight</i> al cierre del día, expresada como un retorno diario.
C	= Porcentaje de comisión anual de administración autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia para el portafolio de corto plazo de los fondos de cesantías.
A_t	= Aportes netos del día de todos los portafolios de corto plazo. Se entenderá como aportes netos, la diferencia entre el valor de los aportes y traslados recibidos, y los retiros, anulaciones y traslados efectuados, en el respectivo día.

Esta fórmula para obtener el **valor** diario, **en pesos**, del portafolio de referencia para el periodo de análisis. Para ello, es necesario definir el valor inicial de dicho portafolio (V_0), así como el valor A_t a emplear diariamente:

V_0	Equivale a la sumatoria del valor de los portafolios de cesantía de corto plazo administrados por todas las AFP al inicio del periodo de cálculo de la rentabilidad mínima
A_t	Equivale a la sumatoria del valor de los aportes netos de todos los portafolios de cesantía de corto plazo administrados por todas las AFP

De esta manera, el **valor** diario del portafolio de referencia, **en pesos**, no solo se afecta por el retorno obtenido por una inversión cuyo retorno equivale al valor de la *IBR overnight* observado para cada día del periodo de cálculo, también por los aportes netos recibidos en los portafolios de cesantía de corto plazo.

Etapa 2 – Determinación del Valor de la Unidad (NAV, por su sigla en inglés) del portafolio de referencia

De la aplicación de lo descrito en la Etapa 1 se obtiene, para cada uno de los días del periodo de cálculo, las siguientes series

- Valor inicial del portafolio de referencia para el día “t”
- Valor de los rendimientos del portafolio de referencia (IBR *overnight*) para el día “t”
- Valor de los aportes netos al portafolio de referencia para el día “t”
- Valor final del portafolio de referencia para el día “t”

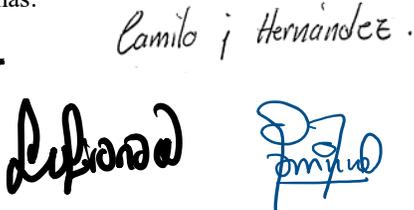
Con esta información, la Superintendencia Financiera de Colombia emplea la metodología del Valor de la Unidad (NAV) siguiendo los siguientes pasos:

- El **valor** inicial de las **Unidades** del portafolio de referencia se establece en un número arbitrario; en este caso, se toma a 10.000 como el **valor** de la **Unidad** para el primer día del periodo de cálculo.
- En cada día “t”, el valor de la Unidad cambia únicamente en función de los rendimientos obtenidos por el portafolio de referencia para ese día.
- En cada día “t”, el flujo de aportes netos implica un cambio en el número de unidades, mas no en su valor

Para obtener la rentabilidad del portafolio de referencia se calcula la razón entre el valor de la unidad al final del periodo de cálculo y el valor de la unidad al inicio de dicho periodo (que se fijó en 10.000). Sobre este valor se aplica la conversión necesaria para expresar dicha rentabilidad como una tasa efectiva anual.

Observación recibida	Estado	Consideración desde entidad
Ampliación del margen Rentabilidad Mínima de 75 pb a 100 pb	No aceptada	Se cotejó la información de las tasas de los depósitos ofrecidas por entidades financieras, y se pudo determinar que la propuesta genera un margen de maniobra razonable para las administradoras
Precisar que indicador es el que espera la SFC como límite y que para estos cuenten con dos meses para su implementación	Aceptada	Se ajustó la redacción para indicar que se trata del error de réplica ex ante (tracking error ex ante). La propuesta incluye un plazo de dos meses para implementar lo relacionado con el error de réplica
Ampliar el límite de concentración por emisor del 10% condicionado a las cuentas de ahorro.	No aceptada	EL riesgo de concentración es un elemento relevante dentro de la gestión de riesgos del sistema financiero. En la coyuntura actual, no resulta recomendable eliminar estos límites
Evaluar individualmente por emisor (sin agrupar con filiales, subsidiarias y/o matriz). Evaluar individualmente por emisor (sin agrupar con filiales, subsidiarias y/o matriz)	No aceptada	El análisis de la información recibida por parte de la industria permitió constatar que existe un número amplio de emisores de productos que se ajustan a las características de liquidez del portafolio
Eliminar los aportes netos de la industria del cálculo de Rentabilidad Mínima.	No aceptada	En la práctica, V_t representa la forma de cálculo del valor del portafolio sintético en el tiempo, que posteriormente es un insumo para determinar el valor de la unidad, y allí los aportes netos compran unidades, y por ende, no tienen impacto en el cálculo del valor de la unidad. Se incluye un anexo en el Documento técnico con una descripción más detallada de la metodología de cálculo empleada por la SFC
Ampliar el plazo de 45 días para invertir aportes	No aceptada	Por tratarse de un portafolio de corto plazo, el plazo de 45 días para distribuir los recursos es suficiente

<p>El termino "reducción" implica dimensión temporal, algo que se reduce de un termino a otro. Frente a la rentabilidad mínima del portafolio de corto plazo y la rentabilidad de un periodo de referencia, ambos en el mismo periodo de tiempo considerando que la referencia debe ser "inferior" y no "reducción"</p>	<p>Aceptada</p>	<p>Se ajusto la redacción.</p>
---	-----------------	--------------------------------

<p>Elaborado por: Camilo Hernández – Liliana Walteros – Daniel Quintero</p>	<p>Aprobado por: Pedro Felipe Lega Gutiérrez</p>
<p>Cargo: Subdirector de Regulación Prudencial – Asesora – Asesor</p>	<p>Cargo: Director.</p>
<p>Firmas:</p> <p><i>Camilo y Hernández.</i></p> 	<p>Firma:</p> 