

Publicaciones URF

Documento Técnico
Régimen de Inversiones de Retiro ProgramadoLiliana Walteros Q^a, Henry Alexander Guerrero^a, Camilo Hernández^b^a *Asesores Unidad de Regulación Financiera*^b *Subdirector de Regulación Prudencial**Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6c - 38, Bogotá D.C., Colombia*

Resumen

Dentro de las diferentes modalidades pensionales que se encuentran establecidas en el país, se encuentra el retiro programado que se caracteriza porque el pensionado conserva sus ahorros en su cuenta de ahorro individual y es administrado por una Sociedad Administradora de Pensiones.

El fondo de retiro programado atiende a tres tipos de pensionados: por vejez, por invalidez y a los beneficiarios por muerte del afiliado. Debido a la diversidad de pensionados, dentro del fondo se encuentran diferentes perfiles de riesgo y duraciones disímiles en el pago de la mesada pensional, se hace necesario un ajuste a su régimen de inversiones y a otras normas buscando una mejor gestión del fondo.

El presente documento plantea una propuesta para que el fondo especial de retiro programado cuente con una mayor cantidad de activos admisibles para su inversión, y en esa medida se pueda hacer una mejor gestión de inversiones y un calce entre las duraciones de los activos y los pasivos de los afiliados, que como se ha mencionado tienen permanencias y perfiles de riesgo diferentes. De la misma manera se hace una propuesta en la rentabilidad mínima, ya que los perfiles de pensionados y beneficiarios entre AFP son diferentes y en esa medida la existencia de un componente de pares para su medición, puede generar un incentivo no adecuado para una mejor gestión de activos y pasivos. Por último se incluye un componente de valoración a costo amortizado, ya que existe un flujo de pagos futuros ciertos y en esa medida se pueden destinar determinados activos para su pago.

Este documento técnico fue aprobado por el Consejo Directivo de la Unidad con fecha **xx** del **xxx** de 2017: Andrés Escobar, Viceministro Técnico – Ministerio de Hacienda y Crédito Público; Gerardo Hernández Correa, Superintendente – Superintendencia Financiera de Colombia; David Marcell Salamanca Rojas, Director – Unidad de Regulación Financiera (incluir delegados que hayan participado).

1. INTRODUCCIÓN

En el Regimen de Ahorro Individual, se tiene un período de “acumulación” y uno de “disfrute” este último de largo plazo, si el pensionado opta por la modalidad de retiro programado, la cual está diseñada para que sea este quien asuma los riesgos de mercado. No obstante, existe una contradicción entre el diseño de este mecanismo de retiro creado en la Ley 100 de 1993 que se supone opera bajo el libre mercado y el mandato del Acto Legislativo numero 1 de 2005 que establece que se deberá garantizar que la mesada pensional siempre aumente por lo menos con el IPC.

Este acto legislativo hace que Colombia sea un caso particular frente a otros esquemas de ahorro individual en lo que tiene que ver con retiro programado. En cierta forma, el retiro programado pierde la naturaleza de su función, equiparándose a una renta vitalicia con propiedad de recursos del afiliado (sin posibilidad de *pooling*), en donde el riesgo de mercado lo comparten la AFP y el afiliado.

Los recursos del fondo especial de retiro programado cubren los pagos de los pensionados por vejez, por invalidez y a los beneficiarios por muerte del afiliado, los cuales presentan diferentes perfiles de riesgo y duraciones disimiles en el pago de la mesada pensional. Esta situación hace fundamental una correcta administración de estos recursos en la etapa de desacumulacion, para hacerlos consistentes con la diferencia de perfiles de los pensionados y la proyección del pago de su mesada a largo plazo.

El presente documento se encuentra dividido en cinco secciones, donde se presenta la situación actual en el país del retiro programado, su normatividad, información general y estadística, experiencia internacional y una propuesta regulatoria que tiene por objetivo una mejor administración del fondo de retiro programado, permitiendo la inversión en activos de largo plazo, con lo cual se puede haber un calce entre activos y pasivos del fondo.

2. SITUACIÓN ACTUAL EN COLOMBIA

2.1. Normas vigentes sobre el fondo de retiro programado

Por mandato constitucional indica que el monto de la mesada establecida conforme a derecho debe quedar intacta, así como la configuración del derecho constitucional de los pensionados al mantenimiento del poder adquisitivo de la mesada pensional resultan también relevantes principios y derechos fundamentales consagrados en la Constitución de 1991.

Con la expedición de la Ley 1328 de 2009 se crea el esquema multifondos, cuya finalidad es una mejor gestión de los recursos que conforman los fondos de pensiones obligatorias del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS), de tal manera que la inversión de los recursos considere las edades y los perfiles de riesgo de los afiliados para obtener el mayor retorno posible frente al riesgo asumido.

Al respecto, en el en el literal i) del artículo 46 del Estatuto Orgánico del Sistema

Financiero¹, se puede observar que los recursos que financien las pensiones de retiro programado deben estar invertidos en fondos que consideren la edad y los perfiles de riesgo, con el objetivo de procurar la mejor rentabilidad para proveer las prestaciones previstas en la Ley en favor de los afiliados, siendo la intención del legislador garantizar adecuadas inversiones tanto para la acumulación como la desacumulación de recursos. Sumado a lo anterior, en los instrumentos de intervención, se autoriza al Gobierno Nacional para diseñar y reglamentar el esquema multifondos².

En este orden de ideas, resulta procedente la reglamentación del Régimen de inversión del fondo especial de retiro programado.

2.2. Información del Fondo Especial de Retiro Programado.

En la presente sección se hace un análisis de los afiliados pensionados y beneficiarios que actualmente se encuentran en el Fondo Especial de Retiro Programado por cada administradora, sus condiciones de edad y los ingresos y egresos del fondo, entre otros.

Con corte a 31 de marzo de 2017 las administradoras de fondos de pensiones cuentan con 47.149 afiliados pensionados en la modalidad de retiro programado, distribuidos de la siguiente manera:

Tabla 1. Número de pensionados por tipo de contingencia

FONDO	VEJEZ		INVALIDEZ		SOBREVIVIENTES		Total
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	
PROTECCION	7.571	4.454	2.409	1.636	4.484	1.552	22.106
PORVENIR	3.204	1.149	1.837	889	4.864	1.065	13.008
OLD MUTUAL	1.060	440	61	41	189	51	1.842
OLD MUTUAL ALTERNATIVO	89	8	1	0	7	0	105
COLFONDOS	3.219	2.303	766	438	2.743	619	10.088
TOTAL	15.143	8.354	5.074	3.004	12.287	3.287	47.149

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Marzo de de 2017

Los 47.149 afiliados pensionados que se encuentran en el fondo se dividen en las cuatro administradoras, siendo Protección la que tiene una participación mayor en el mercado con cerca del 47% (Tabla 2).

Un punto importante que se observa en las cifras sobre pensionados por administradora,

¹ “Literal i) artículo 46 EOSF **Objetivos de la intervención.** Que los recursos de pensión obligatoria del régimen de ahorro individual con solidaridad y los recursos que financien las pensiones de retiro programado en éste régimen estén invertidos en fondos de pensiones que consideren edades y perfiles de riesgo de los afiliados, con el objetivo de procurar la mejor rentabilidad ajustada por riesgo para brindar las prestaciones previstas en la ley a favor de los afiliados.” (Subrayado fuera de texto legal)

² “Literal m) del artículo 48 del EOSF **Instrumentos de intervención.** Establecer las normas pertinentes para la gestión, por parte de las sociedades administradoras, tanto en el período de acumulación como en el de desacumulación de diferentes fondos de pensión en el régimen de ahorro individual con solidaridad, incluyendo i) la definición del número de fondos el cual no podrá exceder de cuatro (4) incluyendo el fondo especial del retiro programado; ii) los regímenes de inversión de cada fondo, que entre otros deberán considerar tipos y porcentaje de activos admisibles según el nivel de riesgo....(..)

...En desarrollo de lo establecido en este literal se autoriza al Gobierno Nacional para diseñar y reglamentar un esquema de multifondos en el régimen de ahorro individual con solidaridad.....”.)

es la existencia de una importante heterogeneidad del tipo de contingencia que origina el beneficio pensional, es así como para Old Mutual más del 80% de sus afiliados son por vejez, Porvenir tiene un porcentaje importante de pensionados por sobrevivencia y Protección y Colfondos tienen una participación ligeramente superior al 50% en vejez. Lo anterior puede deberse a la existencia de nichos de mercado propios de cada administradora y a la existencia de especialidades dentro de las mismas, lo cual será ponderado en la sección final donde se presenta la propuesta.

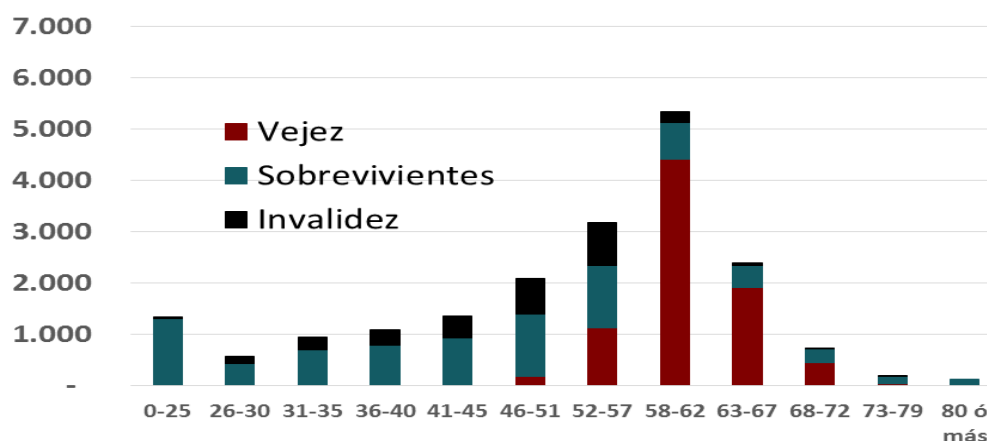
Tabla 2. Número y porcentaje de pensionados por tipo de contingencia y AFP

FONDO	VEJEZ		INVALIDEZ		SOBREVIVIENTES		Total	%
	Total	%	Total	%	Total	%		
PROTECCION	12.025	54,40%	4.045	18,3%	6.036	27,3%	22.106	46,9%
PORVENIR	4.353	33,46%	2.726	21,0%	5.929	45,6%	13.008	27,6%
OLD MUTUAL	1.500	81,43%	102	5,5%	240	13,0%	1.842	3,9%
OLD MUTUAL ALTERNATIVO	97	92,38%	1	1,0%	7	6,7%	105	0,2%
COLFONDOS	5.522	54,74%	1.204	11,9%	3.362	33,3%	10.088	21,4%
TOTAL	23.497	49,84%	8.078	17,1%	15.574	33,0%	47.149	100,0%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Marzo de de 2017

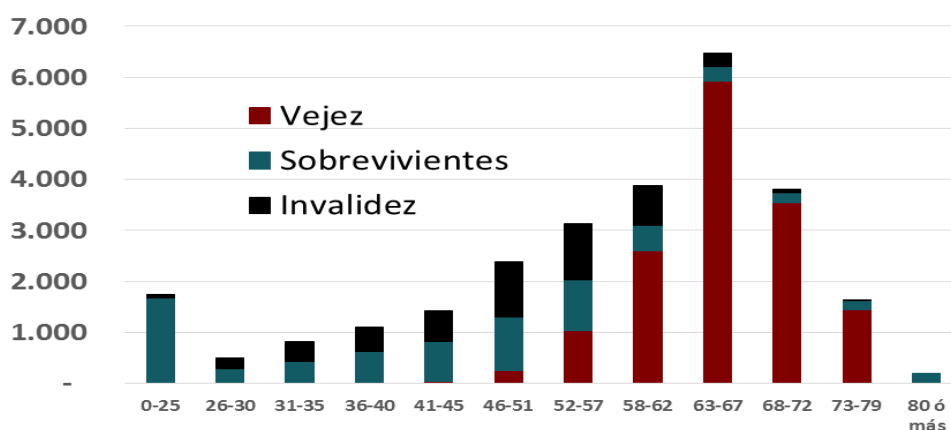
Una vez revisada la composición de los pensionados por tipo de contingencia y por cada una de las administradoras de fondos, a continuación se hará una breve descripción de las características de edad de los pensionados.

Gráfica 1. Pensionadas mujeres por edad y contingencia



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Febrero de 2017

Las mujeres que actualmente se encuentran pensionadas en la modalidad de retiro programado se encuentran principalmente en el rango de edades de 46 a 67 años. Por la contingencia de vejez, la mayor cantidad se encuentran entre 58 y 67, lo cual es consistente con la edad de pensión en el régimen pensional actual y además evidencia que este tipo modalidad es relativamente joven. Se observa una participación importante a lo largo de los diferentes rangos de edades de mujeres pensionadas por la contingencia de sobrevivencia.

Gráfica 2. Pensionados hombres por edad y contingencia

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Febrero de 2017

Los hombres en la modalidad de retiro programado tienen una mayor densidad en el rango de edades de 52 a 72 años. Para el caso de vejez la mayoría de pensionados se encuentran entre 58 y 72 años, mientras que por invalidez un porcentaje importante se encuentra entre 46 y 62 años.

Un último punto a considerar es la edad promedio de los actuales pensionados y de los beneficiarios de pensión. Para el caso de vejez la edad es cercana a los 62 años, debido a que en el fondo se encuentra una mayor cantidad de hombres y para el caso de invalidez y sobrevivencia, la edad se encuentra en los 45 años.

Tabla 3. Edad promedio de pensionados por tipo.

Tipo de pensión	Edad promedio
Vejez	62
Invalidez y sobrevivencia	45

Fuente: Fasecolda – Diciembre de 2015

2.3. Información Financiera del Fondo Especial de Retiro Programado

En relación con el fondo especial de retiro programado, la Superintendencia Financiera de Colombia cuenta con información desagregada del mismo (por administradora) desde marzo del año 2011.

A enero de 2017, el fondo especial tiene un valor en sus activos cercano a los \$15,6 billones de pesos, de los cuales el 76,65% corresponde a las administradoras Protección y Porvenir. En cuanto a los ingresos de este fondo, estos corresponden al traspaso de aportes por selección de Pensión Retiro Programado y a los rendimientos de las inversiones. Por su parte las salidas de recursos se encuentra asociada al pago de las mesadas, la adquisición o traslado a la modalidad de renta vitalicia y pérdida del estatus de pensionado, ente otros. En este punto es importante mencionar, que la salida de recursos del fondo responde a eventos que no son de fácil estimación y predicción.

Con respecto a los flujos de ingresos y egresos, se observa que generalmente los ingresos

mensuales son superiores a los egresos con la misma periodicidad; se presentó un comportamiento contrario solo en 5 meses de la información histórica, motivados principalmente por bajos retornos de las inversiones. En la siguiente tabla se muestran los ingresos y egresos promedios del periodo y su participación con respecto al valor del fondo.

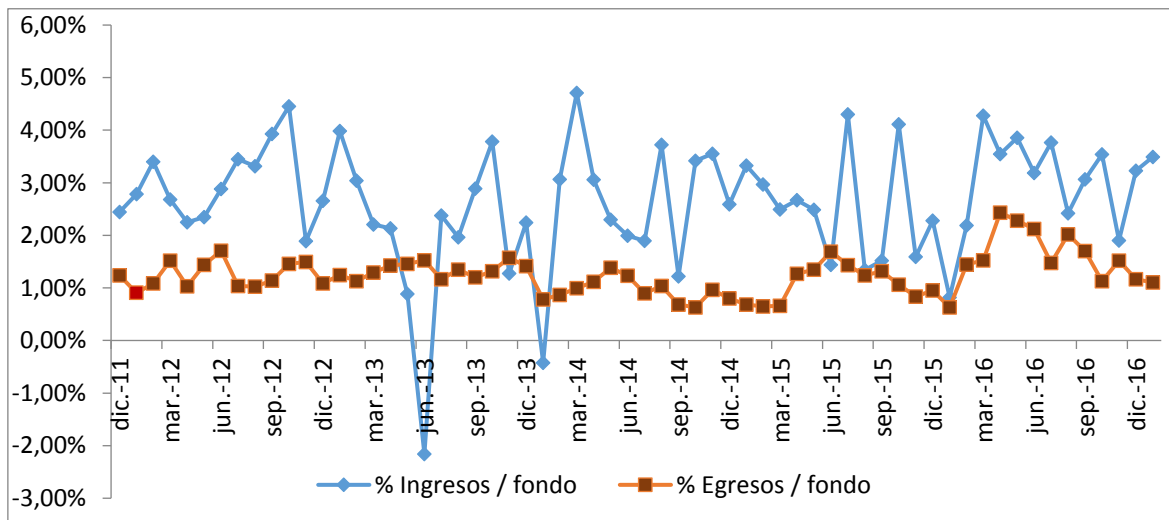
Tabla 4. Ingresos y egresos promedio y su participación con respecto al valor del portafolio.

	Ingresos	Ingresos / portafolio	Egresos	Egresos / Portafolio
Promedio	277.822	2,65%	131.342	1,25%
Máximo	571.650	4,71%	328.550	2,43%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos URF -valores en millones de pesos. Precios corrientes. Marzo de 2011- enero de 2017

En la siguiente gráfica se presentan los ingresos y egresos mensuales del portafolio, donde se observa el comportamiento mencionado anteriormente, es decir donde priman las entradas de recursos sobre las salidas.

Gráfica 3. Participación de los ingresos y egresos con respecto al valor del fondo.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos URF

La tendencia observada en la anterior gráfica, muestra que los recursos que recibe mensualmente el fondo especial de retiro programado, en su mayoría, son suficientes para cubrir los pagos mensuales que se relacionan principalmente con el valor de la mesada pensional.

3. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

La literatura económica ha venido analizando los diferentes productos pensionales y en esa medida se han identificado una serie de riesgos propios de estos esquemas, los cuales se relacionan principalmente con la suficiencia de los recursos, extralongevidad, liquidez, inversión e inflación. La mitigación de estos riesgos es un tema estudiado a profundidad y de esta manera se han creado nuevos productos buscando una mejor cobertura para los

pensionados y sus beneficiarios.

En el mundo se ha desarrollado productos pensionales como el “*Phased Withdrawals*”, en el cual se establecen unos pagos fijos o variables, atados al capital de los pensionados en sus cuentas individuales, similar al retiro programado; sin embargo, se señala que este tipo de productos tienen implícitos una serie de riesgos por la naturaleza propia de los beneficiarios y de las inversiones, tales como riesgo de extralongevidad, inflación, suficiencia y reinversión, los cuales pueden reducirse o mitigarse permitiendo que el portafolio cuente con instrumentos de inversión de corto, mediano y largo plazo, que respondan a las necesidades de pago y de inversión de los recursos de la cuenta.

En el caso particular de productos de retiro programado, estos han sido implementados en diferentes jurisdicciones del Mundo y en especial en América, donde países como Argentina, Chile, El Salvador, México, Perú y República Dominicana cuentan con dicho producto, con algunas particularidades propias de las diferentes regulaciones y de las condiciones de cada país.

En la siguiente tabla se presenta la experiencia en otras jurisdicciones de fondos que detinada ser pagadores y que guardadas las proporciones pueden ser comparables con el de retiro programado para el caso de Colombia:

Tabla 5. Experiencia internacional sobre retiro programado.

	Chile	Perú	México	Australia
Recursos en caso de muerte	Beneficiarios	Beneficiarios	Beneficiarios	
Tipo de fondos	Los afiliados pensionados por retiro programado, no podrán optar por los Fondos tipo A o B. En caso de no elección, los recursos del afiliado van al Fondo D	Fondo de pensiones Tipo 1 o de Preservación de capital, diseñado para afiliados mayores de 60 años, próximos a jubilarse <u>o que perciben una pensión por la modalidad de retiro programado</u>	Siafore Básica 1. Menor riesgo.	3 fondos de acuerdo con el tipo de riesgo. <i>Capital stable fund, moderate fund y balanced fund.</i>

En el caso del tipo de activos, se observa que estos fondos están conformados principalmente por instrumentos de corto y mediano plazo y un pequeño componente en títulos de largo plazo. Además. Priman títulos de renta fija, con componentes pequeños en renta variable como acciones. Las inversiones en instrumentos relacionados con infraestructura y activos alternativos están autorizados con unos límites que permiten una baja exposición.

En el Anexo 1 se presenta información más detallada de los fondos al alcance de este producto y de los activos en los que se permite invertir.

4. PROPUESTA

La propuesta tiene por finalidad dotar a las administradoras de fondos de pensiones de instrumentos que faciliten la gestión de los riesgos y de mejorar el retorno esperado de dichas inversiones a través de la implementación de un régimen particular de inversiones para el Fondo Especial de Retiro Programado.

En tal sentido y una vez revisadas las facultades legales con la que cuenta el Gobierno Nacional para la reglamentación del fondo especial de retiro programado, se propone un régimen de inversión particular para dicho fondo que permita una mejor gestión de activos, y en la cual las AFPs puedan realizar inversiones en activos que permitan un mejor calce entre los activos y pasivos del fondo.

En este orden de ideas, se plantea la creación de un régimen particular de inversiones para el Fondo Especial de Retiro Programado integrado por activos y límites similares a los del Fondo Conservador incluyendo algunos activos alternativos y compromisos a plazos. Lo anterior, permite que cada AFP, de acuerdo con la composición de su bolsa de afiliados, haga una mejor gestión del portafolio, e incluya unos activos con un plazo superior tendientes a calzar de mejor manera sus necesidades futuras.

La rentabilidad mínima del Fondo Especial de Retiro Programado se determinará de acuerdo con un componente de referencia que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia, incluyendo dentro del componente sintético, que podrá estar conformado por la rentabilidad de un portafolio de referencia, por la suma ponderada de las rentabilidades calculadas con base en un conjunto de índices del mercado o por una combinación de ambos elementos.

De la forma de cálculo para el fondo especial de retiro programado, y por las mismas características del mismo, se excluye el componente de rentabilidad de pares, ya que dificulta un adecuado ALM para cada AFP, en la medida que las AFP deben considerar la bolsa de pensionados del sistema y no sólo sus afiliados para la estructuración del portafolio, y se dificulta comparar la rentabilidad de las AFPs, debido a que existen diferentes esquemas de valoración (costo amortizado y valor razonable).

Hasta que la Superintendencia Financiera de Colombia defina una nueva metodología para el portafolio de referencia o los índices o conjunto de índices para el cálculo de la rentabilidad mínima del Fondo Especial de Retiro Programado y se cumpla con el periodo de cálculo acumulado, la rentabilidad mínima se elaborará y verificará de acuerdo con la metodología actual vigente.

Frente a la herramienta de valoración del Fondo Especial de Retiro Programado, las inversiones del mismo se deberán registrar inicialmente por el costo de adquisición. Una parte no inferior al 70% del valor del fondo, inmediatamente serán valoradas a valor razonable, mientras que la parte restante podrá ser valorada a costo amortizado. Los montos valorados a valor razonable y costo amortizado deben estar incluidos dentro de las políticas de inversión de la entidad, responder a las condiciones de sus pensionados o beneficiarios y ser aprobados previamente por su Junta Directiva.

5. IMPACTO DE LA PROPUESTA

La propuesta tiene por finalidad mejorar la relación riesgo retorno de los afiliados pensionados y los beneficiarios que se encuentran en la modalidad de retiro programado,

en la medida que se le permite a las administradoras invertir en nuevos activos, esto es activos alternativos como fondos de capital privado, fondos de inversión colectiva inmobiliarios, y compromisos a plazos.

La propuesta sobre el regimen de inversiones particular, genera un portafolio de activos intermedio entre los de los fondos conservador y moderado, que de acuerdo con las simulaciones elaboradas por la Unidad de Regulación Financiera, y que se han adelantado sobre los retornos esperados de dichos fondos, son un 6.4% para el primero y un 7.2% para el segundo. En esa medida se espera que el promedio del fondo de retiro programado se encuentre en este rango.

ANEXO 1. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

1.1. Literatura sobre productos de retiro

Diferentes autores han mencionado los riesgos a los que están expuestos los pensionados, los cuales se pueden clasificar entre otros como de suficiencia de los recursos o ahorros, riesgo de longevidad, inversión, inflación y liquidez. Los productos pensionales se caracterizan por la búsqueda de mitigar este tipo de riesgos, mediante la presencia de instrumentos de corto y largo plazo.

En este sentido, Rocha, Vittas y Rudolph³ señalan que la mayor parte de los riesgos están relacionados con la suficiencia de los ahorros de los pensionados y es así como mencionan:

“Este último riesgo no es idéntico al riesgo de longevidad porque los jubilados pueden tener problemas de suficiencia de ahorros por varias razones incluso a una edad relativamente joven. Sus ahorros en el momento de la jubilación pueden ser demasiado bajos, su tasa de consumo en retiro puede ser demasiado alta, puedan incurrir en grandes gastos médicos, sus ahorros pueden estar expuestos a un riesgo de inversión alta o alta inflación puede agotarlos. El riesgo de longevidad es el riesgo de vivir más tiempo que el esperado en el momento de la jubilación. En tales casos, incluso grandes ahorros pueden ser agotados y resultan insuficientes. Relacionado con el riesgo de suficiencia de los ahorros es el riesgo de una disminución considerable en el consumo y nivel de vida, porque los jubilados al experimentar una erosión importante de sus ahorros tomarán como acción recortar su gasto en consumo para retrasar el momento de crisis cuando sus ahorros se agotan completamente.

Los trabajadores próximos a salir también corren el riesgo de pensión, es decir, el riesgo de que en el momento de su jubilación pueden encontrarse deprimidos los mercados financieros, reduciendo el valor de los saldos acumulados, sobre todo las inversión en acciones y bienes raíces, mientras que las tasas de interés a largo plazo pueden ser bajas, lo que implica un alto costo de las anualidades constantes. Una característica importante de los riesgos que enfrentan los pensionados es que a menudo estos tiran en direcciones opuestas. El riesgo de inversión apunta en una dirección opuesta en términos de instrumentos financieros deseables para el riesgo de liquidez...” (Traducción)

Como se observa los riesgos a los cuales están expuestos los pensionados son de origen diverso y en ocasiones estos pueden tener un comportamiento contrario, lo cual puede dificultar la mitigación de los mismos. En el segundo inciso de la anterior nota se observa el caso Colombiano y la filosofía con la cual se planteó el fondo conservador para el periodo de acumulación, en el cual los afiliados próximos a pensionarse tienen un riesgo alto de pensión por la volatilidad de sus inversiones y en ese sentido se busca un portafolio que disminuya el riesgo de no obtener la pensión.

En el mencionado libro, se identifica un producto denominado “Phased withdrawals”, el cual consisten en una serie de pagos fijos o variables, donde los pensionados retiran una fracción de su capital acumulado. Este producto, similar al retiro programado, no proporcionan protección completa contra el riesgo de longevidad, pero al limitar los retiros anuales, se estiran los saldos durante un período más largo. PWs permiten la

³ Rocha, Vittas y Rudolph “Annuities and other retirement products”

sucesión de la mesada pero están expuestos a riesgos de inversión y de inflación.

Como punto importante, se debe señalar que en este tipo de productos los riesgos de inversión y de inflación son de suma importancia para la determinación de la suficiencia de los recursos o ahorros y para la determinación del valor del pago, de la misma manera la esperanza de vida del pensionado y de sus beneficiarios tiene un papel fundamental en dicha estimación.

“PWs se pueden clasificar de acuerdo con las reglas especiales sobre el ritmo de retiros, incluyendo una regla de beneficio fijo y un regla de beneficio de porcentaje fijo, donde la variable más importante es la esperanza de vida, en el que la fracción de retiro se establece cada año igual al inverso de la esperanza de vida restante del titular de la cuenta.

El saldo de la cuenta de PWs que sigue la regla de la esperanza de vida restante puede aumentar inicialmente si la tasa de los retornos de la inversión es superior a la fracción del retiro. Sin embargo, como el pensionado envejece y disminuye su esperanza de vida restante, la fracción de retiro está obligada a superar la tasa de retorno y así el saldo de la cuenta y el beneficio anual comenzarán a caer y finalmente será demasiado pequeños para los individuos longevos.”⁴ (Traducción)

Como se ha observado anteriormente, existen riesgos característicos de productos de este corte, en especial riesgos de inversión, inflación y de longevidad, así como un riesgo de liquidez, en la medida de la necesidad de hacer pagos periódicos. Un portafolio de inversiones para este tipo de productos puede tener objetivos diferentes de corto, mediano y largo plazo.

Otro punto que señalan los autores se refiere a los instrumentos en que se invierte y a su valoración, es así como señalan:

“La valoración de activos de PWs debe basarse en valores de mercado. Este método es esencial para un cálculo justo del valor de las prestaciones. La mayor parte de los activos están invertidos en acciones y bonos que cotizan en mercados públicos. Una pequeña proporción puede ser colocada en capital de riesgo, infraestructura y bienes raíces, pero esas inversiones se realizan idealmente a través de fondos de inversión especializados. Su valoración no es a precios de mercado pero se basa en valoraciones modelo proporcionados por los gestores de estos fondos o por peritos independientes. Modelos de valoraciones también se utilizan en el caso de acciones y bonos que no se negocian activamente en el mercado.

...” (Traducción)

En esta parte del texto se mencionan algunos activos que puede tener este tipo de fondos, tales como acciones, bonos y fondos de inversión especializados, los cuales tienen que tener un precio de mercado o mecanismos de valoración técnicos.

1.2 Jurisdicciones

En un primer momento se puede mencionar un documento elaborado hace un tiempo por FIAP, “Modalidades de pensión en los sistemas de capitalización individual”, en el cual se menciona que:

⁴ Ibid

“Esta modalidad existe en Argentina, Chile, Colombia, El Salvador (donde se conoce como “renta programada”), México, Perú y República Dominicana.

Conforme a esta modalidad, al pensionarse el trabajador (o sus beneficiarios en el caso de pensiones de sobrevivencia) mantiene el saldo acumulado en su cuenta de capitalización individual y retira mensualidades cuyo valor se calcula dividiendo el saldo acumulado por el capital necesario para pagar una unidad de pensión al afiliado, y fallecido éste, a sus beneficiarios o herederos legales (excepto en República Dominicana, caso en el cual no se incluye la expectativa de vida del grupo familiar).”

Más adelante se señala que:

“En todos los países de América Latina que cuentan con la modalidad de Retiro Programado, a excepción de Perú, los pensionados pueden elegir la administradora desde donde recibirán los pagos durante su jubilación. En Bulgaria los pensionados no pueden cambiar sus fondos de administradora.

En Chile, los pensionados que escogen retiro programado tienen la posibilidad de escoger entre tres distintos portafolios de inversión (Fondos tipo C, D y E). Por su parte en México, los fondos de los trabajadores mayores de 55 años siempre estarán invertidos en el fondo más conservador...”

Y se señala que con la modalidad de retiro programado el afiliado asume los riesgos de longevidad y de rentabilidad.

Con esta breve introducción de lo mencionado por el FIAP, a continuación se revisará con mayor detalle los casos de Chile, Perú, México y Australia, en el que se presenta un caso de un fondo pagador.

1.2.1. Chile

En primer lugar, es necesario mencionar que en Chile existe el Decreto Ley 3.500, que establece la existencia de diferentes modalidades de pensión, modalidades que tienen su propia forma de financiamiento y administración, a las que pueden acceder los afiliados: Retiro Programado, Renta Vitalicia Inmediata, Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida y Renta Vitalicia Inmediata con Retiro Programado.

En cuanto al retiro programado en la página de la Superintendencia de Pensiones de Chile se establece que:

“Es la modalidad de pensión que paga la AFP con cargo a la Cuenta de Capitalización Individual del afiliado. El monto de la pensión se calcula y actualiza cada año en función del saldo de la cuenta individual, la rentabilidad de los fondos, la expectativa de vida del afiliado y/o la de sus beneficiarios y la tasa vigente de cálculo de los retiros programados. Lo anterior significa que el monto de la pensión varía cada año, disminuyendo con el tiempo. En caso de que fallezca, con el saldo remanente se continuará pagando pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios y si éstos no existen, los fondos que eventualmente quedaren se pagarán como herencia⁵.”

En este orden de ideas, en Chile existe una modalidad de pensión de retiro programado que en términos generales es similar al producto brindado en el país. En relación con los

⁵ <http://www.spensiones.cl/portal/orientacion/580/w3-article-2660.html>

tipos de fondos en los cuales se pueden invertir los recursos, en la Ley 19795 que modificó el DL 3500, se menciona que el fondo de retiro programado debe seguir los siguientes lineamientos:

“ ...

Los afiliados hombres hasta 55 años de edad y las mujeres hasta 50 años de edad, podrán optar por cualquiera de los Fondos mencionados en el inciso anterior. A su vez, los afiliados hombres desde 56 años de edad y las mujeres desde 51 años de edad, no podrán optar por el Fondo Tipo A, respecto de los saldos originados en cotizaciones obligatorias y la cuenta de ahorro de indemnización. Los afiliados pensionados por retiro programado y renta temporal y los afiliados declarados inválidos mediante un primer dictamen, no podrán optar por los Fondos tipo A o B respecto de los saldos antes señalados.

...

Si al momento de producirse la afiliación al sistema, el trabajador no opta por alguno de los tipos de Fondos, será asignado a uno de aquellos de la siguiente manera:

a. Afiliados hombres y mujeres hasta 35 años de edad, serán asignados al Fondo Tipo B.

b. Afiliados hombres desde 36 hasta 55 años de edad y mujeres desde 36 hasta 50 años de edad, serán asignados al Fondo Tipo C.

c. Afiliados hombres desde 56 años y mujeres desde 51 años de edad, afiliados declarados inválidos mediante un primer dictamen y pensionados por las modalidades de retiro programado o renta temporal, serán asignados al Fondo Tipo D.” (Subrayado extratextual)

Como se observa en la norma citada, existen dos escenarios posibles, el primero donde el pensionado elige entre los fondos C, D y E y un segundo escenario en el que el pensionado no elige y el sistema por default lo envía al Fondo D.

De acuerdo a lo anterior, la Superintendencia de Pensiones de Chile, en su documento sobre “Régimen de inversión de los Fondos de Pensiones” establece los siguientes límites por tipo de fondo:

Tabla 4. Régimen de inversiones de Retiro Programado en Chile

	Instrumento	Fondo C		Fondo D		Fondo E	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max
a.1	Emitidos por la Tesorería General de la República, Banco Central de Chile, MINVU, Bonos de Reconocimiento y Otros títulos estatales.	35%	50%	40%	70%	50%	80%
a.2	Límite Conjunto: Instrumentos Extranjeros + inversión indirecta en el extranjero a través de cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales.	Máximo: Mínimo 30% VF (A + B + C + D + E) ; Máximo 80% VF (A +					
	Límite por Fondo: Instrumentos Extranjeros + inversión indirecta en el extranjero a través de cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales.	30%	75%	20%	45%	15%	35%
a.3	Inversión en instrumentos de deuda y representativos de deuda en moneda extranjera sin cobertura cambiaria (límite en función de la inversión mantenida en tales instrumentos que posean grado de inversión).	50%		50%		50%	
a.4	Títulos restringidos: ACC restringidas + [ACC+CFI+PFI] baja liquidez + [CFI+CFM+CME+CIE] no aprobados CCR + FIN+LHF+DEB+BCA+ECO+EXT+OAC + inv. subyacente de cuotas de fondos mutuos y de inversión y títulos representativos de índices financieros cuando sus carteras sean preferentemente de deuda] inferior a BBB y N-3 o con menos de 2 clasificaciones. SP podrá excluir instrumentos, operaciones y contratos de la letra k) e incluir instrumentos, operaciones y contratos de la letra j.16).	10%	20%	10%	20%		
a.5	Renta Variable (límite máximo): [Títulos nacionales + títulos extranjeros] si son de capital + otros instrumentos de oferta pública fiscalizados por SVS o SBIF que autorice la SP y que sean de capital.	FONDO A > FONDO B > FONDO C > FONDO D > FONDO E					
		40%		20%		5%	
a.6	Renta Variable (límite mínimo): definición ídem a.5.	15%		5%			
b.1	Bonos de Empresas Públicas y Privadas canjeables por acciones nacionales y extranjeros	10%		10%		3%	
b.2	Operaciones o contratos de préstamo o mutuo de instrumentos financieros de la letra m) (nacional)	15% de Inv. Nacional					
	Operaciones o contratos de préstamo o mutuo de instrumentos financieros de la letra m) (extranjero)	1/3 Inv. Extranjera		1/3 Inv. Extranjera		1/3 Inv. Extranjera	
b.3	Acciones restringidas + [acciones+cuotas de fondos de inversión + promesas de fondos de inversión] baja liquidez + [cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales y extranjeros + títulos representativos de índices financieros] no aprobados CCR + [Instrumentos de deuda nacionales y extranjeros + inv. subyacente de cuotas de fondos mutuos y de inversión y títulos representativos de índices financieros cuando sus carteras sean preferentemente de deuda] con clasificación de riesgo inferior a BBB o N-3, o con menos de 2 clasificaciones + Notas estructuradas + Inversiones en monedas de países con deuda clasificada bajo grado de inversión. La Superintendencia de Pensiones podrá excluir del cálculo del límite a los instrumentos, operaciones y contratos de cada tipo señalados en la letra k) y podrá incluir otros instrumentos, operaciones y contratos de carácter financiero que ella autorice, de aquéllos señalados en la letra j.16) del numeral II.1.	10%	20%	10%	20%		
b.4	Aportes de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión	2%		2%		2%	
b.5	Cada tipo de instrumento de la letra K)	1%		1%		1%	
b.6	Suma total de recursos entregados como márgenes en operaciones con instrumentos derivados de la letra l) del numeral II.1, a entidades distintas de cámaras de compensación	2% Mercado nacional		2% Mercado nacional		2% Mercado nacional	
		2% Mercado extranjero		2% Mercado extranjero		2% Mercado extranjero	
b.7	Operaciones con instrumentos derivados de la letra l.2) del numeral II.1 (derivados de inversión). Se incluye la posición compradora neta de moneda extranjera a través de derivados.	3%		3%		3%	
b.8	Depósitos de corto plazo emitidos por entidades bancarias extranjeras (Overnight + Time Deposit).	2%		2%		2%	
b.9	Inversión en moneda extranjera.	5%		5%		5%	

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

1.2.2. Perú

Para el caso de la jurisdicción peruana se encuentra que la ley que reglamenta el régimen pensional y específicamente los multifondos menciona que se han creado tres tipos de fondos para la administración de los aportes obligatorios y se señala en forma expresa que:

“**Fondo de pensiones Tipo 1 o de Preservación de capital**, diseñado para afiliados mayores de 60 años, próximos a jubilarse o que perciben una pensión por la modalidad de retiro programado o renta temporal. En este caso, el fondo sería adecuado para un afiliado con un horizonte de inversión de corto plazo, dado que se busca un crecimiento de los fondos estable y con baja volatilidad (riesgo).” (Subrayado extratextual)⁶

Este fondo de pensiones se caracteriza por ser de naturaleza conservadora y en ese orden de ideas sus límites de inversiones son de corto plazo y en materia principal instrumentos del mercado de valores que no sean muy volátiles, así las cosas, sobre este fondo se mencionan los siguientes límites:

“**Fondo de pensiones Tipo 1 o de Preservación de capital**, con un límite máximo de 10% del valor Fondo invertido en instrumentos de renta variable, un máximo de 100% del valor del Fondo invertido en instrumentos de renta fija mayores a un año, hasta 10% del valor del Fondo invertido en instrumentos derivados para cobertura y hasta 40% del valor del Fondo invertido en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo.”

Tabla 5. Régimen de inversiones de Retiro Programado en Perú

Instrumento	% Fondo Tipo 1
Renta variable	$X \leq 10\%$
Renta fija mayor a un año	$X \leq 100\%$
Instrumentos derivados para cobertura	$X \leq 10\%$
Instrumentos de corto plazo o activos en efectivo	$X \leq 40\%$

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú

1.2.3. Australia

Un caso particular sobre el retiro programado se encuentra en Australia, donde existe un producto denominado “allocated pension”, que se define en los siguientes términos:

Una “allocated pension” es un producto adquirido por los pensionados y consiste en un retiro regular de los recursos de una cuenta individual. En términos generales, para la determinación de los retiros periódicos se fijan en la cantidad que se tiene en la cuenta individual y en la esperanza de vida, lo anterior da una cantidad que se toma a intervalos regulares - mensual, trimestral, semestral y anual hasta que llegue la persona fallezca o el dinero se acaba. En este producto, las ganancias de inversión - intereses, dividendos, ganancias de capital - son libres de impuestos si tiene 60 años de edad o más.

En una “allocated pension”, los pensionados pueden elegir entre diferentes opciones de inversión, denominados fondos, de acuerdo con el riesgo y el valor de los recursos con los que se cuenta. El Gobierno establece algunos valores mínimos del pago regular del afiliado, pero no determina las inversiones en las cuales pueden invertir los diferentes administradores.

En términos generales los administradores de este tipo de fondos invierten en los siguientes vehículos: Cash & enhanced cash, Australian fixed interest, Property, Australian equities, International equities y Alternatives, existen diferencias en los límites de cada tipo de activos y en el monto que se ocupa en cada vehículo, lo cual es coherente

⁶ <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/multifondos/2338/c-2338>

con el nivel de riesgo que se quiera asumir (En el Anexo 1 se encuentra los instrumentos que se encuentran en estas clasificaciones).

Revisando algunos de estos fondos y de manera particular los que se encuentran clasificados con perfiles de riesgos bajos y moderados se encuentran los siguientes límites por tipo de instrumento:

Tabla 6. Régimen de inversiones fondo “allocated pension” en Australia

STATE SUPER PLUS			
	Capital Stable Fund	Moderate Fund	Balanced Fund
Defensive assets	70% to 90%	50% to 70%	30% to 50%
Cash & Enhanced Cash	15% to 80%	5% to 40%	0% to 20%
Australian fixed interest	20% to 40%	20% to 40%	10% to 30%
International fixed interest		10% to 20%	5% to 15%
Growth assets	10% to 30%	30% to 50%	50% to 70%
Property	0% to 17%	0% to 15%	0% to 15%
Infrastructure		0% to 8%	0% to 10%
Australian equities	3% to 15%	5% to 15%	10% to 30%
International equities	0% to 8%	5% to 15%	10% to 30%
Alternatives	0% to 5%	0% to 10%	0% to 10%
Global high yield		0% to 5%	0% to 6%

Fuente: Stateplus⁷

Para un fondo de naturaleza conservadora, los activos con retornos fijos, tales como los depósitos a la vista, el efectivo y la renta fija tanto local como internacional pueden estar en torno al 70% o 90% del valor del fondo, el restante porcentaje se distribuye en activos con otros niveles de riesgo, dentro de los cuales se encuentra renta variable local e internacional, activos alternativos principalmente fondos de cobertura y property donde se destacan inversiones inmobiliarias. Para los otros dos fondos, se incluyen inversiones en infraestructura y global high yield, dentro de los cuales se encuentran títulos con unas calificaciones inferiores a grado de inversión.

1.2.4 México

En México el esquema de Multifondos inicio en el mes de marzo de 2008 con cinco fondos, y una estructura básica sobre los límites de inversión en el cual se destaca una alta concentración en títulos de deuda.

La estructura de los fondos, al igual que en Colombia está atados a las edades, conforme se describe a continuación:

⁷ <https://www.stateplus.com.au/get-financial-advice/how-we-invest-your-money/allocated-pension>

Tabla 7 Estructura de los Siafores

SIAFORE BASICA 5	26 Años y menos
SIAFORE BÁSICA 4	Entre 27 y 36 años
SIAFORE BASICA 3	Entre 37 y 45 años
SIAFORE BASICA 2	Entre 46 y 55 años
SIAFORE BASICA 1	56 años y mayores

Fuente: CONSAR

Frente a los pensionados por retiro programado, las Afore continúa administrando la cuenta, de manera que los recursos continúan generando rendimientos. Asimismo, las Afore calcula anualmente el monto de los retiros programados para el año correspondiente.

En relación con el régimen de inversión, este se define como el conjunto de lineamientos y restricciones que establece la autoridad, para definir los instrumentos financieros y los límites máximos y mínimos en los que las Siafores pueden invertir para no exponer los recursos de los trabajadores a riesgos financieros indeseables.

El régimen de inversión de las Siefiores es supervisado por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y tiene como objetivo otorgar la mayor seguridad y rentabilidad de los recursos de los trabajadores.

La CONSAR es un órgano administrativo desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público cuya labor fundamental es la de regular el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) que está constituido por las cuentas individuales, propiedad de los trabajadores. Estas cuentas acumulan las aportaciones que realizan trabajador, patrón y gobierno, y son administradas por las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFOREs) para ser entregadas a los trabajadores al momento de su retiro.