

Publicaciones URF

Documento Técnico
Régimen de Inversiones de Retiro Programado

Liliana Walteros Q^a, Henry A. Guerrero^a, Camilo J. 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.

Actualmente el Fondo Especial de Retiro Programado se rige por lo dispuesto para el Fondo Conservador en lo relacionado con la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima y los límites e inversiones admisibles. Teniendo en cuenta los diferentes perfiles de los afiliados pensionados, esto es por vejez, por invalidez y a los beneficiarios por muerte del afiliado, se hace necesario definir normas particulares para este fondo.

Debido a lo antes mencionado, dentro del fondo existe una heterogeneidad de objetivos que pueden generar dificultades para la administración de los portafolios, lo anterior se puede observar en duraciones disimiles en el pago de la mesada pensional, en este contexto se hace necesario un ajuste a su régimen de inversiones y a otras normas de este fondo, buscando una gestión del mismo de acuerdo con las características particulares de sus afiliados pensionados.

El presente documento plantea una propuesta para el fondo especial de retiro programado con tres objetivos principales, el primero tiende a reducir el riesgo de cuentas desfinanciadas, ampliando los activos admisibles del fondo (régimen de inversiones), de la misma manera se busca reducir la volatilidad del valor de las unidades (cuentas) permitiendo que parte de los activos se valoren a costo amortizando, lo cual fomenta la inversión en activos de largo plazo que calce las necesidades del fondo; y por último se hace una propuesta en la rentabilidad mínima, excluyendo el componente de pares de su medición, y se simplificar el cálculo de rentabilidad mínima, estableciendo unos índices de mercado, asociados a TES UVR y renta variable, lo anterior permite que la gestión del portafolio de cada administradora se realice de acuerdo con los perfiles y características propias de sus afiliados.

1. INTRODUCCIÓN

En el Régimen 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 número 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 disímiles en el pago de la mesada pensional. Esta situación hace fundamental una correcta administración de estos recursos en la etapa de desacumulación, para hacerlos consistentes con la diferencia de perfiles de los pensionados y la proyección del pago de su mesada a largo plazo. Actualmente las normas establecidas en el Decreto 2555 de 2010, señalan de manera expresa que este fondo sigue las reglas generales establecidas para el fondo conservador, en temas relacionados con los límites de inversión y activos admisibles, así como la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima.

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 | 8.004 | 4.911 | 2.621 | 1.776 | 4.868 | 1.666 | 23.846 |
| PORVENIR | 3.216 | 1.169 | 1.902 | 928 | 4.966 | 1.091 | 13.272 |
| OLD MUTUAL | 1.142 | 470 | 64 | 42 | 195 | 54 | 1.967 |
| OLD MUTUAL ALTERNATIVO | 94 | 9 | 1 | 0 | 7 | 0 | 111 |
| COLFONDOS | 3.569 | 2.707 | 829 | 467 | 2.804 | 635 | 11.011 |
| TOTAL | 16.025 | 9.266 | 5.417 | 3.213 | 12.840 | 3.446 | 50.207 |

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...”)

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Julio de 2017

Los 50.207 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 47,5% (Tabla 2).

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

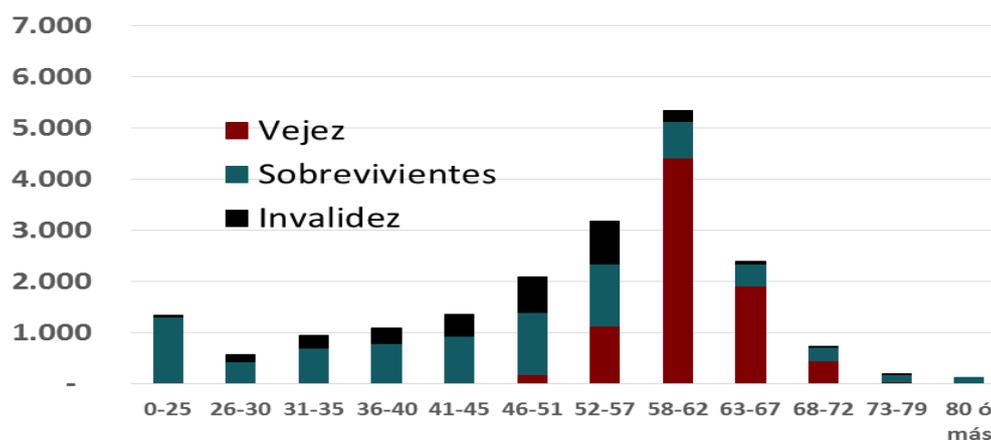
Tabla 2. Número y porcentaje de pensionados por tipo de contingencia y AFP

| FONDO | VEJEZ | | INVALIDEZ | | SOBREVIVIENTES | | Total | % |
|------------------------|--------|--------|-----------|--------|----------------|--------|--------|---------|
| | Total | % | Total | % | Total | % | | |
| PROTECCION | 12.915 | 54,16% | 4.397 | 18,44% | 6.534 | 27,40% | 23.846 | 47,50% |
| PORVENIR | 4.385 | 33,04% | 2.830 | 21,32% | 6.057 | 45,64% | 13.272 | 26,43% |
| OLD MUTUAL | 1.612 | 81,95% | 106 | 5,39% | 249 | 12,66% | 1.967 | 3,92% |
| OLD MUTUAL ALTERNATIVO | 103 | 92,79% | 1 | 0,90% | 7 | 6,31% | 111 | 0,22% |
| COLFONDOS | 6.276 | 57,00% | 1.296 | 11,77% | 3.439 | 31,23% | 11.011 | 21,93% |
| TOTAL | 25.291 | 50,37% | 8.630 | 17,19% | 16.286 | 32,44% | 50.207 | 100,00% |

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Julio 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

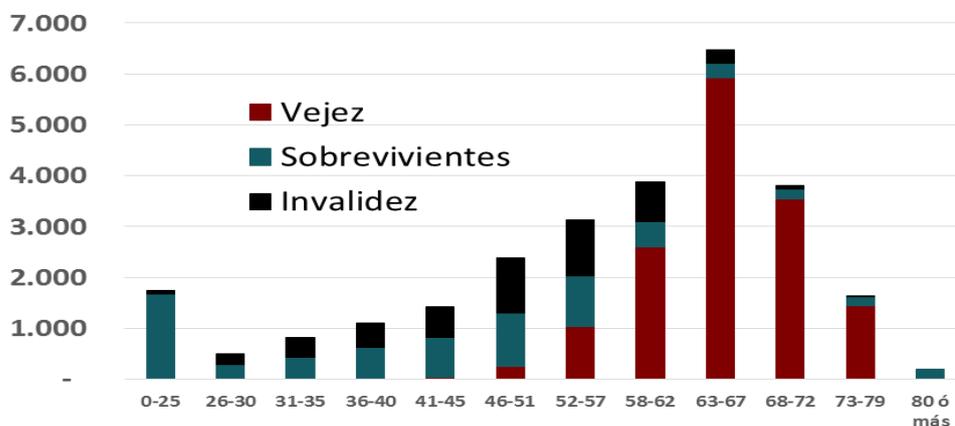


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Febrero de 2017

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 julio de 2017, el fondo especial tiene un valor en sus activos cercano a los \$17,2 billones de pesos, de los cuales el 74,8% 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.

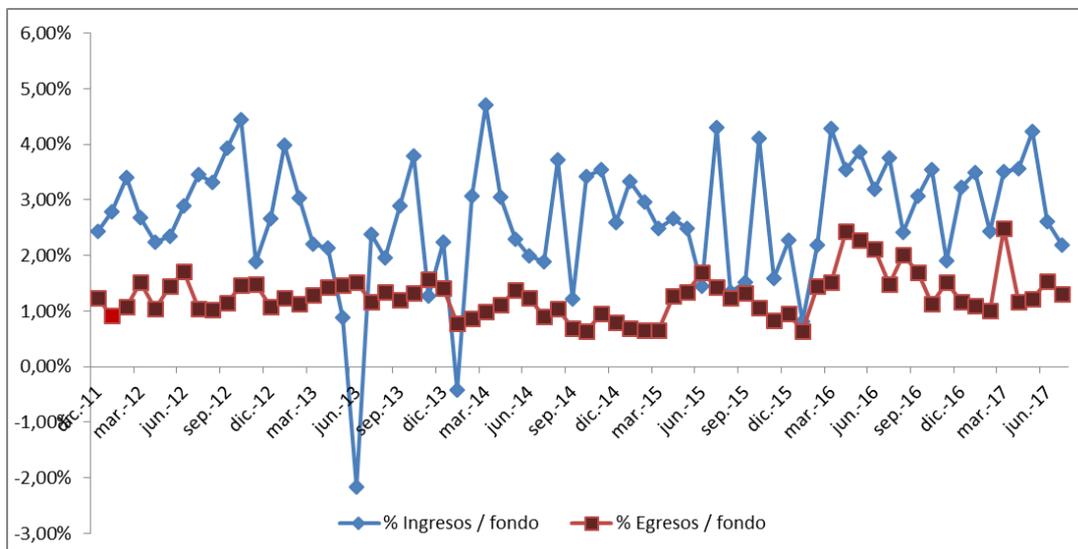
Tabla 4. Ingresos y egresos promedio y su participación con respecto al valor del portafolio.

| | Ingresos | Ingresos / portafolio | Egresos | Egresos / Portafolio |
|----------|----------|-----------------------|---------|----------------------|
| Promedio | 298.343 | 2,68% | 140.893 | 1,27% |
| Máximo | 713.602 | 4,71% | 396.678 | 2,49% |

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

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 utilizados principalmente para el pago de mesadas 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

Como se ha mencionada a lo largo del documento técnico y del proyecto de decreto que acompaña al mismo, la propuesta tiene tres objetivos particulares, el primero relacionado con la posibilidad de mitigar el riesgo de cuentas individuales desfinanciadas, ampliando los activos admisibles del fondo (régimen de inversiones); el segundo objetivo se encuentra encaminado a reducir la volatilidad del valor de las unidades (cuentas) permitiendo que parte de los activos se valoren a costo amortizando, lo que facilita la inversión en activos de largo plazo que cumplan determinadas condiciones; y por último se simplifica el cálculo de rentabilidad mínima, estableciendo unos índices de mercado, asociados a TES UVR y renta variable local y del exterior, se elimina el componente de pares, y en esta medida se alinean los incentivos de cada administradora para que su gestión de portafolios se haga de acuerdo con los perfiles y características de sus propios afiliados.

En relación con el primer tema mencionado, este 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 sus portafolios, y en la cual las AFPs puedan realizar inversiones en activos que permitan un mejor calce entre los activos y pasivos del fondo.

Así las cosas, se plantea la creación de un régimen 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, inversiones que se caracterizan por tener unos plazos superiores a los activos tradicionales, así como unos niveles mayores de rentabilidad asociados a unos riesgos que se encuentran acotados. Adicional a lo anterior, este tipo de activos tienen unas normas propias para su emisión y son originados por entidades que se encuentran vigiladas por la Superintendencia Financiera en el caso local y entidades de supervisión en los casos de otras jurisdicciones.

La definición de un régimen de inversión propio para el Fondo Especial de retiro programado permite que cada AFP, de acuerdo con la composición de su bolsa de afiliados, haga una gestión particular de su portafolio, e incluya unos activos con un plazo superior tendientes a calzar de mejor manera sus necesidades futuras y de esta manera puedan obtener unos retornos superiores de las inversiones en este nuevo tipo de activos.

En relación con el segundo tema, se propone que la rentabilidad mínima del Fondo Especial de Retiro Programado se determine de acuerdo con la variación porcentual efectiva anual durante el período de cálculo correspondiente de un índice o índices

representativos del mercado de TES en UVR y de índices del mercado de renta variable tanto local como extranjero, dicho índices serán definidos por la Superintendencia Financiera de Colombia, así como las ponderaciones de cada uno de estos componentes.

Los índices de renta fija y renta variable local se determinarán de acuerdo con los siguientes criterios: i) la experiencia del proveedor del índice, ii) políticas de gobierno corporativo que como mínimo definan los procedimientos para administrar los conflictos de interés de los agentes involucrados en la construcción y divulgación del índice hacia el mercado, iii) la representatividad y replicabilidad del índice y, iv) condiciones mínimas de divulgación del índice hacia el mercado. El índice de renta variable del exterior será uno representativo internacionalmente y que sea determinado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

La definición de unos índices ligados a los TES en UVR y a la renta fija local y del exterior, trae consigo una serie de ventajas operativas y de gestión del portafolio, relacionadas con su fórmula de cálculo y de seguimiento, además de alinear los incentivos con lo establecido en el régimen de inversión del fondo. En la medida que la mayor parte del rendimiento de la rentabilidad mínima estará explicado por el índice de TES en UVR y este se encuentra indexado al Índice de Precios del Consumidor, se puede mencionar que la rentabilidad mínima del fondo se incrementará por encima de tal indicador como se encuentra reglamentado por ley.

De la misma manera, al excluir de la fórmula de cálculo al componente de rentabilidad de pares, que trae consigo alguna dificultad para adelantar un adecuado ALM para cada AFP, en la medida que se fomenta un efecto manada en la constitución del portafolio, las sociedades administradoras deben considerar únicamente a sus afiliados para la estructuración del fondo y no la bolsa de pensionados del sistema.

De acuerdo con los índices mencionados y los ejercicios realizados por la Unidad de Regulación Financiera, el periodo de cálculo de la rentabilidad mínima del fondo será de 48 meses y la banda para su cálculo será el resultados de la suma ponderada de los rendimientos de los índices menos 300 puntos básicos o el 35% de su rendimiento.

Frente a la herramienta de valoración del Fondo Especial de Retiro Programado, la cual tiene como finalidad la reducción en la volatilidad del fondo asociado a condiciones de mercado, las inversiones del mismo se deberán registrar inicialmente por el costo de adquisición, y posteriormente 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.

En el proyecto de decreto se faculta a la Superintendencia Financiera de Colombia a autorizar la reclasificación de las inversiones clasificadas como negociables a la categoría de inversiones al vencimiento. Dicha reclasificación podrá realizarse una única vez y los títulos deberán ser valorados con la tasa interna de retorno - TIR del cierre del día anterior a la realización de la operación, en todo caso, las AFPs deberán presentar un documento que justifique técnicamente dicha solicitud a la autoridad de supervisión.

De otra parte, en el proyecto de decreto se establece una modificación a la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima obligatoria para el portafolio de largo plazo de los fondos de cesantías, la cual tiene por finalidad estandarizar dicha forma de cálculo, tanto para los fondos de pensiones obligatorios, como para el portafolio de cesantías de largo

plazo, lo anterior permite que la Superintendencia Financiera de Colombia un índice de mercado de renta fija, que complementa los índices de renta variable local y extranjera establecidos en los literal i y ii del artículo modificado.

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 régimen 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 la rentabilidad promedio del fondo especial de retiro programado se encuentre dentro de este rango.

Teniendo en cuenta, el plazo requerido por las sociedades administradoras para el ajuste de sus portafolios, de sus procesos operativos internos y para la determinación de la nueva metodología de cálculo de rentabilidad mínima, así como lo dispuesto en la creación de la Ley de 1328 de 2009, se establece un periodo de transición en el cual se contemplaron periodos de revisión y verificación para el cumplimiento de lo dispuesto en el proyecto que nos ocupa.

6. COMENTARIOS RECIBIDOS POR LA URF

A lo largo del estudio del proyecto de norma, la Unidad de Regulación Financiera recibió comentarios y sugerencias relacionadas con los siguientes temas:

- **Límites de inversión en activos admisibles.**

Algunas de las entidades señalaron la necesidad de incrementar el límite en activos alternativos definido en la propuesta y en esa medida sugieren que dicho límite sea del 15%, ampliando de la misma manera los límites en los diferentes cajones de fondos de capital privado y fondos asociados a APPs.

Sobre el particular, y de acuerdo con los perfiles de los afiliados pensionados se considera que el límite del 10% es suficiente. De la misma manera se observa que para los fondos moderado y de mayor riesgo no ha sido cubierto en su totalidad los límites establecidos para este tipo de activos.

- **Valoración a costo amortizado**

En los comentarios se sugiere que los activos que sean valorados a costo amortizado no sean necesariamente adquiridos con posterioridad a la definición de la política, sino que se puedan reclasificar activos del portafolio actual.

Sobre el particular se considera permitir por una sola vez dicha reclasificación y con unas condiciones particulares que no impliquen un impacto fuerte en la valoración del

portafolio y una pérdida o utilidad para los afiliados, lo anterior se da permitiendo que la valoración de la operación se realice con la Tasa Interna de Retorno del título del día anterior.

- **Transición**

Solicitan un ajuste en el periodo de transición similar al establecido para los multifondos. Se incluye un ajuste en este artículo, estableciendo unos plazos de ajuste de los fondos y luego unos tiempos determinados para la primera revisión y para la verificación de la rentabilidad mínima de acuerdo con la nueva metodología.

- **Rentabilidad mínima del Fondo Especial de Retiro Programado**

En relación con la rentabilidad mínima se proponen cambios a la metodología actual de determinación relacionados con la valoración del portafolio de referencia, la inclusión de un componente valorado a costo amortizado, retornos brutos o netos, benchmark que reflejen las posiciones de cada AFP y no los promedio de mercado, mayoría de temas que son transversales al régimen de pensiones y cesantías y que ameritan un estudio detallado de sus impactos, de acuerdo a lo anterior, se propondrá en la agenda de la Unidad para el año 2018, incluir un estudio del régimen de rentabilidad mínima para los productos pensionales y de cesantías.

De la misma manera se solicita que la rentabilidad mínima del fondo, adicional al indicado representativo de mercado asociado a los TES en UVR, incluya un par de componente relacionados con los comportamientos de renta variable local y del exterior, activos que son permitidos en el régimen de inversiones del fondo y que en esa línea deben ser considerados en la determinación de la rentabilidad mínima.

De acuerdo a lo anterior, se debe señalar que de acuerdo a ejercicios realizados por la Unidad, en el proyecto de decreto se ajustó parte de la rentabilidad mínima del fondo, en lo relacionado con tener un índice o índices de referencia de mercado relacionados con TES en UVR y renta variable tanto local como del exterior, de la misma manera, se determinó que la fórmula de cálculo sólo contendrá como referencia índices de mercado de diferentes tipos de activos y no la rentabilidad de los pares, con lo cual se busca evitar efectos manada entre los administradores y que la determinación del portafolio de cada sociedad sea de acuerdo con los perfiles de sus afiliados, entre otras propuestas.

- **Cesantías**

Se plantean unos ajustes a la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima del portafolio de cesantías de largo plazo, relacionados con la comparación de rentabilidades acumuladas y del portafolio de referencia, valoración, retornos brutos o netos, entre otros, puntos que como se ha mencionado anteriormente requieren un estudio jurídico y económico, en el cual se tenga el impacto de cambios como los antes mencionados.

- **Securities lending**

Se sugiere una modificación al régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias encaminado a que se permita la operación de securities lending, en la cual el custodio que tienen los títulos de la administradora puede prestar los títulos del exterior a

un tercero, de acuerdo con una serie de lineamientos definidos por el tenedor.

La Unidad de Regulación Financiera dentro de su agenda normativa de 2018 tiene un proyecto que busca la revisión de las actividades de custodia y otras actividades conexas, así las cosas, la operación de préstamos de valores del exterior será analizada y ponderada en dicho contexto, y no será incluida en el presente documento y su correspondiente proyecto de decreto.

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<=10% |
| Renta fija mayor a un año | X<=100% |
| Instrumentos derivados para cobertura | X<=10% |
| Instrumentos de corto plazo o activos en efectivo | X<=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 Siafores 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.