

MULTIFONDOS: LECCIONES DESDE CHILE Y PERÚ

Uno de los retos más importantes en sociedades modernas y longevas consiste en mitigar los efectos sociales y económicos de tener una elevada proporción de la población en la categoría de “viejos y pobres”. El mundo emergente se ha percatado de esos riesgos y, en las últimas décadas, se ha preocupado por estructurar sistemas pensionales sostenibles financieramente, basados en el mercado de capitales y no en déficits fiscales apoyados en “pirámides poblacionales”.

En el caso de Colombia, este nuevo esquema se estructuró en la Ley 100 de 1993, adoptando un sistema dual que dejó abierto el régimen público tradicional (de prima media). Este sistema continuará drenando las finanzas públicas debido a los excesivos subsidios implícitos.

Con el fin de permitir un manejo más eficiente de los portafolios del régimen privado de cuentas individuales, la reforma financiera recién aprobada por el Congreso (Ley 1328 de 2009) autorizó un sistema de “portafolios generacionales”, conocido internacionalmente como *multifondos*.

El gran beneficio de este tipo de carteras es que busca explotar de mejor manera la relación riesgo-retorno, conocida en la literatura financiera como el coeficiente β , a través de la asunción de mayores riesgos en los portafolios de las generaciones jóvenes. El objetivo es obtener más retorno para los recursos que perma-

necerán ahorrados durante más tiempo. Así mismo, se busca minimizar el riesgo para proteger los retornos ya obtenidos en los portafolios de los ahorradores prontos a pensionarse. A nivel instrumental (*asset-class*), una de las grandes ventajas de los multifondos es que permitirán balancear de manera eficiente el horizonte de los pasivos de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) con sus ahorradores, que es de largo plazo, respecto al de los activos que buscan para sus portafolios de inversión, especialmente en infraestructura.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos las experiencias de Chile y Perú con los multifondos con el propósito de extraer lecciones para Colombia. Como veremos, en el caso de Chile se estructuró un número amplio de fondos (cinco), mientras que en Perú se limitaron a tres fondos, tal como se aprobó en Colombia (excluyendo el fondo dedicado a administrar las pensiones ya otorgadas). Los casos de Chile y Perú demuestran los beneficios para el afiliado y las AFP de este tipo de esquema de multifondos.

Los multifondos en Chile

El sistema de multifondos fue implantado en Chile a través de la Ley 19795 de 2002, que dividió el ahorro obligatorio en cinco fondos de acuerdo con el perfil de riesgo del cotizante. La diferencia de cada una de las carteras está en la cantidad admisible de inversiones en títulos de renta variable, bajo el supuesto de que a mayor riesgo habrá mayor rentabilidad. Con este esquema se busca incrementar los beneficios pensionales que habrán de *reemplazar* los ingresos salariales del afiliado durante su vejez.

La diversidad de fondos en el sistema pensional permite configurar un mejor β (riesgo-retorno) para los afiliados según el tiempo remanente para alcanzar la edad de pensión. Por ejemplo, los afiliados más jóvenes seguramente preferirán una cartera con un β más grande, mientras que los ahorradores de mayor edad elegirán portafolios menos volátiles y más seguros. El sistema chileno permite escoger entre el fondo más recargado en renta variable (Fondo tipo A, de

mayor riesgo) hasta el fondo más conservador (Fondo tipo E). Sin embargo, los hombres mayores a 55 años y las mujeres mayores a 50 no pueden colocar recursos en el Fondo tipo A. Los pensionados también tienen limitado su rango de inversión a los fondos tipo C, D y E.

Como se observa en el cuadro 1, en el

Cuadro 1. Chile: características de los multifondos (Límites en renta variable)

	Máximo	Mínimo	Inversión (agosto 2009)
Fondo A	80%	40%	76%
Fondo B	60%	25%	60%
Fondo C	40%	15%	40%
Fondo D	20%	5%	20%
Fondo E	No autorizado	No autorizado	0%

Fuente: Asociación de AFP de Chile.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 10 DE 2009

PÁGINA 2

Fondo tipo A las inversiones en títulos de renta variable deben estar entre el 40% y el 80% del portafolio. Esta proporción disminuye en los fondos tipo B al D, hasta que en el Fondo tipo E no se pueden incluir activos de renta variable. Así, los afiliados más cercanos a la edad de pensión y los propios pensionados están inhabilitados para colocar sus recursos en los fondos tipo A y B.

Una de las sorpresas de este sistema es que muchos afiliados no eligieron un fondo en particular desde el inicio del sistema en 2002. Quienes no optaron por alternativas voluntariamente fueron asignados por tramos etarios: los jóvenes fueron asignados a fondos con mayor participación en renta variable y los de mayor edad a renta fija. La Ley determinó que los cotizantes hasta 35 años pasaran al Fondo tipo B, aquellos entre 36 y 50/55 años (mujeres/hombres) al Fondo tipo C y los mayores a estas edades y los pensionados al Fondo tipo D. Adicionalmente, se dio un plazo de traspaso a los fondos de hasta cuatro años.

Al igual que en Colombia, en Chile se preservó un esquema de la rentabilidad mínima, aunque más flexible en función de la proporción dedicada a renta variable. Así mismo, la reforma permitió hasta dos traspasos al año entre los portafolios sin que la AFP cobrara comisión adicional.

La mayoría de afiliados en Chile está en fondos con un β moderado: los fondo tipo B y C. Según la Superintendencia chilena de AFP, el 43% de los activos estaba localizado en fondos tipo C y el 20% estaba en

Al igual que en Colombia, en Chile se preservó un esquema de la rentabilidad mínima, aunque más flexible en función de la proporción dedicada a renta variable.

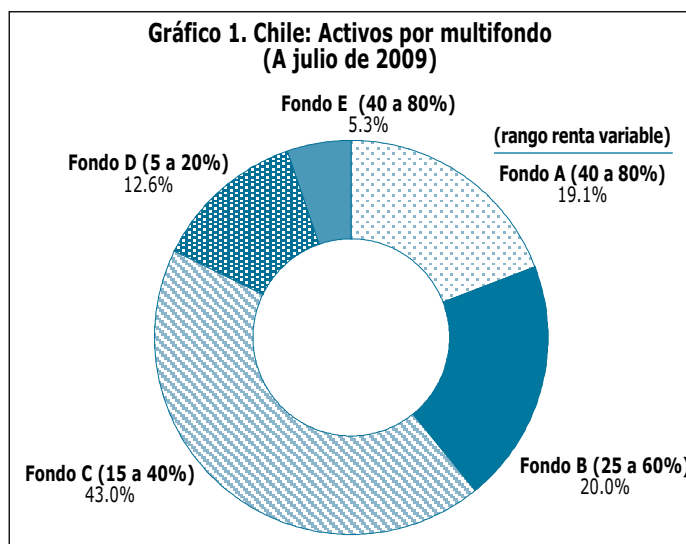
portafolios tipo B (ver gráfico 1), a la vez que el 40.2% de cuentas de abonados estaba en fondos tipo B y el 38.3% en fondos tipo C. Esta predilección es consistente con la composición demográfica del país y con la misma evolución de la rentabilidad. Si bien los fondos tipo A lograron una rentabilidad real promedio de 14% entre 2002 y 2007, su retorno fue de -40.3% en 2008 debido a la crisis internacional. Los fondos tipo C, en contraste, mantuvieron una rentabilidad de 8% entre 2002 y 2007 y registraron “sólo” un -19% en 2008, también como parte del duro choque internacional sobre la renta variable.

Los multifondos en Perú

El sistema de multifondos fue implantado en Perú a través de la Ley 27988 de 2003, asignando tres fondos generacionales. Estos fondos admiten tanto aportes obligatorios como voluntarios.

La Ley definió un primer fondo de *preservación del capital*, el cual busca un crecimiento estable de los recursos (con baja volatilidad). Este fondo corresponde en sus inversiones elegibles a los fondos tipo D y E de Chile, es decir, aquellos con activos más seguros. Aquí, por fuerza mayor, están los afiliados de más de 60 años y los pensionados bajo la modalidad de Retiro Programado.

El segundo tipo de fondo es el *mixto* o *balanceado* entre activos de renta variable y renta fija. La Ley impone un límite de 75% a las inversiones que haga en valores representativos de deuda y hasta 45% en participaciones accionarias



Fuente: SAFP.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 10 DE 2009

PÁGINA 3

(ver cuadro 2). Este fondo equivale al Fondo tipo C de Chile y busca generar mayores retornos a través de la asunción de una volatilidad moderada. El perfil de riesgo de este tipo de carteras son los individuos en el tramo etario entre 40 y 60 años.

Finalmente, existe un tercer fondo de *apreciación de capital*, diseñado especialmente para los afiliados más jóvenes. Los límites de inversión son más flexibles y encierran mayor volatilidad. Estos buscan explotar el β generacional y, por ello, están diseñados para el tramo etario que va hasta los 40 años.

A diferencia del sistema chileno, los multifondos peruanos no tienen límite mínimo de inversiones en renta variable y los aportes obligatorios deben colocarse en un solo fondo. Según FIAP (2007), el 4.7% de los fondos pensionales peruanos está en fondos de preservación del capital, el 75.5% en fondos mixtos y el 19.8% remanente en fondos de apreciación de capital.

Cabe resaltar cómo la inversión en títulos públicos es mucho menor que en Colombia: el fondo más conservador invierte allí sólo el 30.7%, muy por debajo del 46% observado en nuestro país. Este régimen también ha logrado importantes tasas de retorno gracias a la implantación de los multifondos. Según la Superintendencia Peruana de Banca, Seguros y AFP, la rentabilidad real promedio de los fondos de preservación del capital fue de 3.9% entre enero de 2007 y junio de 2009, la de los fondos mixtos de 7.4% y la de los fondos de apreciación del capital de 21.1%.

Conclusiones

La aprobación de la Ley 1328 de 2009 marca un gran avance en la administración

A diferencia del sistema chileno, los multifondos peruanos no tienen límite mínimo de inversiones en renta variable y los aportes obligatorios deben colocarse en un solo fondo.

de carteras pensionales en Colombia. La experiencia de Chile y Perú indica que los multifondos tienen tres ventajas fundamentales que generan externalidades positivas en la economía: 1) alientan la participación activa del afiliado en la administración de los recursos de su retiro; 2) implican la búsqueda de mayor eficiencia por parte de las AFP; y 3) canalizan de mejor forma el ahorro nacional hacia proyectos de largo plazo cuyo riesgo asociado (β) es más alto (FIAP, 2007). En otras palabras, esto es benéfico tanto para el afiliado, que puede aumentar el retorno de su ahorro, como para las AFP que pueden ser más efectivas en la administración de sus portafolios.

La nueva regulación aprobada en Colombia establece la creación de tres carteras activas más una cuarta pasiva para los pensionados (ver *Enfoque* No. 36 de agosto de 2009). Con esto a mano, el sistema colombiano será muy similar en su construcción al peruano, donde un fondo será para apreciar el capital, otro para preservarlo y un tercero será un balance entre los dos. La composición de esas carteras dependerá de los tramos etarios que defina el gobierno.

No obstante, queda el reto de definir reglamentariamente la estructura de comisiones de desempeño y el tema de la rentabilidad mínima. En el primer punto surge el desafío de diseñar adecuadamente esquemas flexibles de comisiones por desempeño de los portafolios que estimulen la mejor gestión financiera de las AFP. En el segundo punto cabe destacar que las bondades de los multifondos podrían verse limitadas si se continúa con el actual esquema de rentabilidades mínimas atadas a las utilidades promedio recientes del sistema, fuente del comportamiento “manada” en la gestión de portafolios pensionales. De no estructurarse correctamente la rentabilidad mínima por fondo, la “presión de grupo” continuará y Colombia tendrá un fenómeno de tres “manadas” en vez de una.

Cuadro 2. Perú: límite de activos por multifondo

	Fondo de preservación de capital	Fondo mixto	Fondo de apreciación de capital
Acciones	10%	45%	80%
Títulos representativos de deuda	100%	75%	70%
Derivados para cobertura	10%	10%	20%
Efectivo	40%	30%	30%

Fuente: elaboración Anif con base en la Ley 27.988 de 2003.

Escribanos sus comentarios a: jarjona@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.