

### 3.0 **Colombia: Una mirada desde la visión multipilar**

---

Leonardo Villar

David Forero

Alejandro Becerra\*

\*Director Ejecutivo, Investigador Junior y Asistente de Investigación de Fedesarrollo, respectivamente.

# Contenido

## Introducción

### **1. Esquema multipilar colombiano**

- 1.1. Cobertura
- 1.2. Equidad
- 1.3. Solidaridad
- 1.4. Sostenibilidad fiscal

### **2. El Pilar Cero y el Pilar Intermedio**

- 2.1. Antecedentes
- 2.2. Programa de Protección Social al Adulto Mayor (PPSAM)
- 2.3. Pilar Intermedio: Beneficios Económicos Periódicos (BEPS)

### **3. El Pilar Uno en Colombia**

#### **4. Características del Pilar Dos**

- 4.1. Beneficios otorgados y requisitos exigidos en el RAIS
- 4.2. Financiamiento
- 4.3. Aspectos regulatorios y estructura del mercado
- 4.4. Impacto económico del sistema de capitalización
- 4.5. Eficiencia e incentivos desalineados en el manejo de los recursos del RAIS

#### **5. Pilar Tres de pensiones voluntarias**

- 5.1. Características generales del pilar voluntario
- 5.2. Regulación y Gabelas Tributarias
- 5.3. Resultados en eficiencia de los portafolios de inversión y diferencias con el RAIS

## Conclusiones

## Bibliografía

## Introducción

---

La ola de reformas a los sistemas de seguridad social de la década de los noventa en América Latina buscaba reemplazar los obsoletos sistemas pensionales públicos de beneficio definido por un sistema de pilares que focalizara cada tipo de esquema pensional sobre su población objetivo. Este enfoque trataba de solucionar los problemas del régimen existente: la baja cobertura de la población, la regresividad de los subsidios otorgados y la insostenibilidad fiscal del sistema. Sin embargo, en Colombia, el sistema pensional resultado de la reforma sigue presentando importantes fallencias en aspectos como cobertura y regresividad. Una hipótesis que defenderemos en este estudio es que la falta de complementariedad entre los pilares uno y dos del sistema pensional colombiano, que compiten entre sí, reduce la efectividad que se alcanzaría mediante un sistema multipilares tradicional.

En teoría, un sistema multipilar consiste en tres estructuras complementarias que cubren componentes diferentes de los ingresos pensionales de la población que tiene capacidad de hacer contribuciones a lo largo de su vida laboral. A esas estructuras se añade un Pilar Cero que otorga ingresos a los adultos mayores que no pudieron acceder a una pensión con base en sus propias contribuciones.

El Pilar Uno es universal y obligatorio y cubre todo el universo de personas ocupadas sin importar sus ingresos o tipo de empleo. Es un típico sistema de reparto simple con beneficios definidos (*pay-as-you-go*), donde los aportes obligatorios de los trabajadores activos alimentan un fondo común del que se distribuyen los recursos para pagar las pensiones actuales de los trabajadores jubilados. El Pilar Dos es el de capitalización individual, o de contribuciones definidas, y se basa en cuentas de ahorro individuales administradas por fondos privados que generan un interés, del cual se obtienen los recursos para pagar las pensiones del afiliado. El Pilar Tres actúa como un esquema suplementario de ahorro voluntario enteramente financiado. Finalmente, el Pilar Cero se enfoca en incrementar la cobertura del sistema y otorga beneficios

asistencialistas a población vulnerable que no están condicionados a contribuciones individuales; por lo tanto, es necesario financiarlo con recursos del Estado.

La idea de un sistema multipilar es que cada pilar complemente a los otros en la conformación de los ingresos de la población pensionada. El Pilar Uno busca garantizar el acceso a una pensión básica para todos los individuos y puede hacerlo con cotizaciones bajo un esquema de reparto simple o utilizando recursos públicos provistos por impuestos generales; el Pilar Dos crea cuentas individuales de ahorro para que los empleados adquieran mejores pensiones asociadas a mayores contribuciones, y el Pilar Tres canaliza el exceso de ahorro privado de los hogares a través del mercado financiero. Es decir, dentro del diseño de un sistema multipilares un concepto fundamental es la *complementariedad* entre los distintos pilares, donde los usuarios contribuyen a más de un sistema a la vez.

Mientras países como Uruguay y Costa Rica crearon sistemas pensionales que siguen esta lógica de pilares actuando de forma complementaria, Colombia y Perú optaron por un esquema mixto, en el que el régimen de reparto simple compite con el esquema de capitalización individual, y los usuarios escogen entre una de los dos opciones (Esquema 1).

### ESQUEMA 1

Sistema multipilar vs. Sistema pensional colombiano



Fuente: Elaboración de Fedesarrollo.

El sistema colombiano contempla dos esquemas coexistentes que compiten por afiliados entre el mismo grupo poblacional. El Régimen de Prima Media (RPM), correspondiente al de reparto, es administrado por el Estado a través de Colpensiones (antes ISS), una institución que agrupó todas las entidades públicas solventes antes de la reforma. El Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS), por su parte, es gestionado por las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), de carácter privado. La afiliación a pensiones es obligatoria para todo empleado con un contrato

y para los trabajadores independientes, si bien cada individuo puede escoger el régimen de su preferencia. Esta competencia por afiliados es la principal característica del sistema, dado que los usuarios pueden cambiarse de sistema cada cinco años, con el último traslado permitido hasta diez años antes de alcanzar la edad de pensión. Como se verá más adelante, esta dualidad permite el arbitraje entre sistemas e incluso el apostar contra el fisco, dado que el RPM y el RAIS conviven con diferentes parámetros y el RPM ofrece más subsidios para personas de altos ingresos.

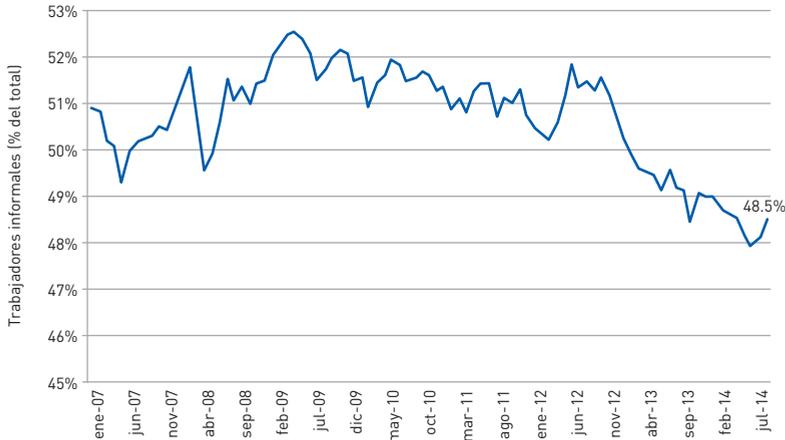
Ambos sistemas tienen un componente solidario, representado por el Fondo de Solidaridad Pensional (FSP) en el RPM y por el Fondo de Garantía de la Pensión Mínima (FGPM) en el RAIS. Estos fondos tienen como función recoger un porcentaje de las cotizaciones de los usuarios de mayores ingresos para complementar los aportes hechos por personas que no alcanzaron a completar los ahorros necesarios para una pensión mínima. Sin embargo, este componente solidario no ha sido suficiente para contrarrestar la baja cobertura del sistema y garantizar el acceso generalizado de la población a una pensión mínima, dado que tanto para acceder a los recursos del FSP como para los del FGMP se exige un número alto de semanas de cotización en el sistema, las cuales en muchas ocasiones no pueden cumplir los afiliados con bajas densidades de cotización.

Además de los pilares Uno y Dos, que compiten entre sí, Colombia cuenta con el Pilar Tres de ahorro voluntario complementario, para las personas con mayor capacidad de ahorro, y con un Pilar Cero, o no contributivo, que busca garantizar un ingreso mínimo para la vejez a población vulnerable. Este componente asistencialista está conformado por el proyecto de Colombia Mayor, que se compone de los subsidios monetarios del Programa de Protección Social al Adulto Mayor (PPSAM) y de la ayuda en especie del Programa Nacional de Alimentación para el Adulto Mayor (PNA-AM). A este Pilar Cero “puro” se le añade una iniciativa reciente que consistiría en un pilar intermedio entre contributivo y no contributivo, conocido como los Beneficios Económicos Periódicos o BEPS. Los BEPS fueron concebidos como un mecanismo de ahorro individual flexible, con apoyo estatal, que a diferencia de las pensiones otorgadas por el RAIS y el RPM no está sujeto a la restricción de la pensión mínima. Estos programas serán analizados en el Capítulo 2.

Una propuesta de reforma, planteada en 2013 por parte del Ministerio de Trabajo, trataba de modificar la estructura del Sistema General de Pensiones (SGP) hacia un diseño más acorde con el sistema multipilares. Una reforma de este tipo podría reducir la regresividad de los beneficios otorgados por el sistema. No obstante, incluso una reforma bien diseñada de transición hacia un sistema multipilar tendría un impacto marginal sobre la cobertura, dada la estructura del mercado laboral colombiano, donde la mitad de los trabajadores pertenece a la economía informal. Aquí radica el problema estructural de cualquier esquema pensional que se aplique sobre economías con un mercado laboral segmentado: en una sociedad donde cerca del 70% de la economía es informal y donde incluso a nivel urbano ese porcentaje se

acerca al 50% (Gráfico 1), un sistema pensional basado en la existencia de contratos de empleo excluye de plano al grueso de la población trabajadora que pertenece al sector informal y no cotiza a pensiones<sup>1</sup>.

**GRÁFICO 1**  
Tasa de informalidad urbana



Fuente: Fedesarrollo (2012).

En Colombia el problema se ve agravado por el artículo 48 de la Constitución de 1991, que iguala la pensión mínima con el salario mínimo de la economía, lo que automáticamente reduce la población potencial que se puede pensionar. El hecho de que el salario mínimo sea al mismo tiempo el piso de las prestaciones pensionales y la base mínima de aporte para las cotizaciones genera un límite estructural al alcance y cobertura del sistema en un mercado laboral como el colombiano, con altos grados de informalidad y baja densidad de cotización, principalmente por cuatro razones. En primer lugar, cerca del 55% de la población trabajadora en Colombia gana menos de un salario mínimo (Lasso, 2011) y al estar en el sector informal no tiene forma de cotizar para pensiones, por lo que queda excluida de plano. Segundo, el hecho de que el salario mínimo en Colombia sea elevado con respecto al ingreso laboral promedio implica que las prestaciones otorgadas por la pensión mínima brindan una capacidad de compra razonable, pero excluye a una parte importante de la población de bajos ingresos que no alcanza a ahorrar lo suficiente para acceder a ella (Schutt, 2011)<sup>2</sup>.

1 Una forma alternativa de ilustrar este punto es el hecho de que, de acuerdo con cálculos de Millán (2010), solo el 37,2% de la población trabajadora en Colombia cuenta con un contrato escrito.

2 Para medir el poder adquisitivo de una pensión mínima, es útil compararla con otros indicadores objetivos, como la línea de pobreza. Así, la pensión mínima pasó de representar 150% del ingreso de la línea de pobreza en 1994, a 250% en 2013.

Tercero, la concentración de los salarios de los trabajadores formales en el rango entre 1 y 2 salarios mínimos, que representan el 80% de los afiliados al régimen pensional (Arias y Mendoza, 2009) amplifica los efectos negativos de la baja densidad en las cotizaciones, pues para estos individuos el tener una alta densidad de cotización se vuelve un requisito forzoso para alcanzar los requerimientos mínimos de capital para acceder a una pensión mínima en el RAIS. Por último, la restricción de una pensión mínima alta en términos reales ocasiona que la distribución de las pensiones tienda a concentrarse en torno a su valor mínimo, con pocas variaciones; para 2012 el valor de la pensión promedio era de 1,8 veces el salario mínimo, lo que muestra la compresión de la distribución de las prestaciones pensionales (Ministerio de Salud, 2012).

Tal como se describe más adelante, varios estudios sugieren que la cobertura del régimen pensional no solo es muy baja en la actualidad, sino que, bajo los parámetros actuales, tiende a reducirse aún más. Específicamente, los estudios de López y Lasso (2008) y Vaca (2013) sugieren que la cobertura de la población en edad de pensionarse puede reducirse desde el actual 30% a niveles del orden de 10% en el largo plazo. Es decir, solo una décima parte de la población que está actualmente trabajando acumulará suficientes recursos para recibir una pensión. Esto claramente muestra que el régimen actual ha fracasado en su objetivo y que una reforma importante del sistema está pendiente.

El presente documento, que busca elaborar una caracterización completa del Sistema General de Pensiones (SGP) colombiano, se divide en cinco partes, sin contar esta introducción ni las conclusiones. En el primer capítulo, se revisarán las principales características del régimen pensional colombiano, haciendo énfasis en los cuatro principios que debe cumplir todo esquema de protección a la vejez. En la segunda parte se describirá el Pilar Cero, o de pensiones no contributivas, que en Colombia está complementado por un pilar intermedio representado en el programa de BEPS. En la tercera parte se presentará algunas anotaciones sobre los subsidios y la sostenibilidad fiscal del RPM. En el cuarto capítulo se hará un análisis más detallado de las características técnicas y los resultados del esquema de capitalización individual (RAIS), y las diferencias esenciales con el régimen de reparto simple (RPM). El quinto capítulo examinará el funcionamiento del Pilar Tres de ahorro voluntario en Colombia, para terminar en la última parte con las conclusiones, que incluyen las tendencias, desafíos, lecciones y recomendaciones de política que surgen de este estudio.

## 1. Esquema multipilar colombiano

---

El diseño de un sistema de pensiones debe enfocarse en satisfacer cuatro principios fundamentales: a) **cobertura**, donde se busca un aumento progresivo de la afiliación hasta alcanzar el total de miembros de la fuerza laboral; b) **equidad**, que se otorguen beneficios iguales ante aportes iguales; c) **solidaridad**, que los trabajadores puedan garantizar una pensión básica para su vejez, ya sea mediante subsidios cruzados otorgados por aportantes con mayor capacidad de pago o a través de aportes basados en impuestos de carácter general, y d) **sostenibilidad**, que se garantiza cuando las prestaciones ofrecidas son proporcionales a los aportes recibidos, para garantizar la sostenibilidad fiscal y financiera del sistema.

En Colombia, la reforma al sistema pensional fue implementada a través de la Ley 100 de 1993. El diseño del sistema tenía cinco objetivos que buscaban solucionar problemas estructurales del régimen anterior: corregir la insostenibilidad fiscal, establecer incentivos adecuados para el ahorro para la vejez por parte de los trabajadores, canalizar ahorros hacia la estructura productiva, incrementar la cobertura y, finalmente, corregir los problemas paramétricos del sistema, estableciendo una relación adecuada entre ingresos de la población, tasas de contribución y beneficios pensionales (Santa María y Piraquive, 2013).

El objetivo de este capítulo es ilustrar en qué medida el sistema colombiano ha cumplido con estos objetivos, desde el punto de vista de los cuatro principios fundamentales. En consecuencia, la primera sección analiza la muy baja cobertura del sistema; la segunda, la inequidad y regresividad en los subsidios; la tercera, los resultados en solidaridad, y la última parte, el análisis de la sostenibilidad financiera del sistema.

## 1.1 Cobertura

El principal problema del sistema pensional colombiano es su baja cobertura, que afecta particularmente el sector informal de la economía. Téllez y Tuesta (2009) muestran que, mientras cerca del 80% de los trabajadores formales cotizan a pensiones, menos del 15% de los informales lo hace<sup>3</sup>. Esto es especialmente preocupante si se tiene en cuenta que es precisamente en la población informal en donde es más importante garantizar un ingreso mínimo en la vejez. Este bajo alcance del sistema dentro de la población informal puede explicarse en gran parte por el Inciso 12 del artículo 48 de la Constitución que obliga a igualar la pensión mínima con el salario mínimo<sup>4</sup>, lo que establece un piso muy alto para el acceso a pensiones si se tiene en cuenta que el 55% de la población colombiana gana por debajo del salario mínimo (Lasso, 2011).

Para medir la cobertura del sistema pensional existen tres indicadores diferentes. En primer lugar está la relación de los afiliados como proporción de la Población Económicamente Activa (PEA). Este indicador ha venido en continuo aumento, pasando de 25.7% en 1994 a 76.7% en 2013. Sin embargo, este último porcentaje no solo se encuentra aún por debajo de países como Chile (82.8%) y México (85.2%) sino que resulta poco ilustrativo del número de personas que efectivamente contribuye, ya que son muchos los afiliados que entran alguna vez al sistema, cuando obtienen algún trabajo en el sector formal, pero quedan después inactivos, sin realizar nuevas contribuciones, cuando regresan a la informalidad. En segundo lugar está la relación entre los individuos que son cotizantes efectivos y la PEA. Este indicador, claramente más ilustrativo, no ha mostrado avances significativos en Colombia en las dos últimas décadas: en 2012 solo 27% de la población económicamente activa era cotizante del sistema, porcentaje prácticamente idéntico al de 1997. En 2013 se observó un progreso importante, pero el porcentaje se mantiene todavía en poco más del 30% (Gráfico 2, panel a). El tercer indicador mide la cobertura del sistema de protección para la vejez sobre su población objetivo. En 2013, el 31% de los colombianos mayores a 60 años estaba recibiendo un ingreso pensional (Gráfico 2, panel b). El problema más grave es que este bajo porcentaje se reducirá en los actuales parámetros, y se calcula que apenas un porcentaje del orden del 10% de los actuales trabajadores reunirá las condiciones suficientes para recibir una pensión de cualquiera de los dos sistemas coexistentes.

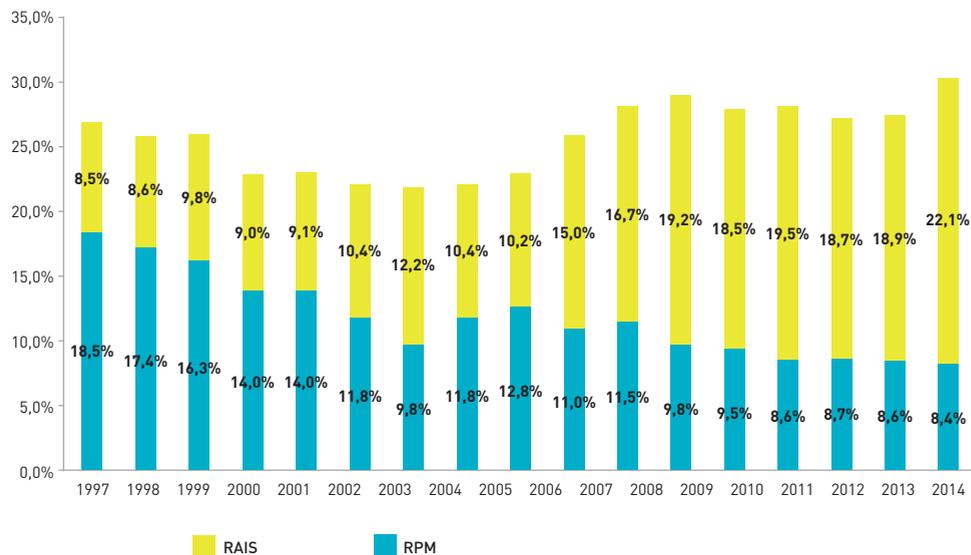
3 Acá se usa la definición de informalidad usada por el DANE, que define un empleo informal como aquel que cumple alguna de las siguientes características: i) los empleados particulares y los obreros que laboran en establecimientos, negocios o empresas que ocupen hasta cinco personas en todas sus agencias y sucursales, incluyendo al patrono y/o socio; ii) los trabajadores familiares sin remuneración; iii) los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares; iv) los empleados domésticos; v) los jornaleros o peones; vi) los trabajadores por cuenta propia que laboran en establecimientos hasta cinco personas, excepto los independientes profesionales; y vii) Los patrones o empleadores en empresas de cinco trabajadores o menos.

4 De acuerdo con la Sentencia C-529/10 de Corte Constitucional, este artículo de la Constitución de 1991 es inmodificable por vía de Ley.

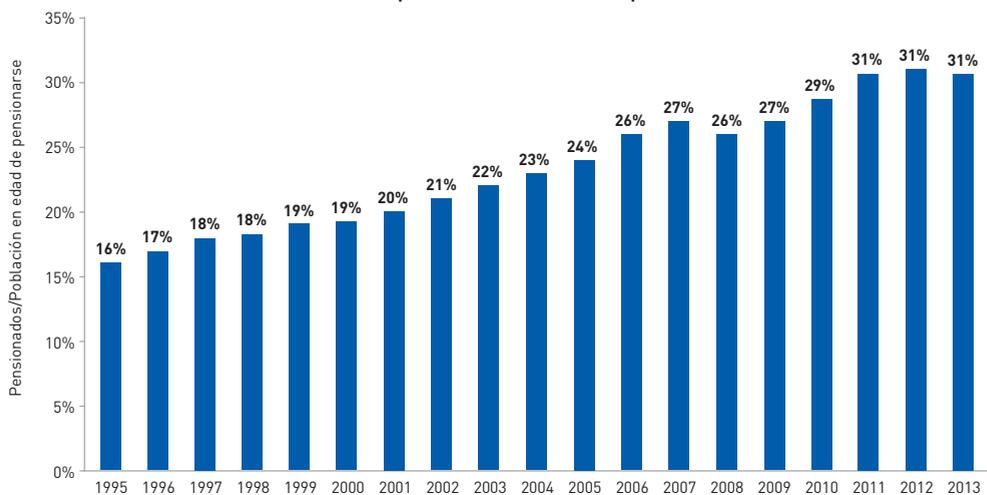
## GRÁFICO 2

Indicadores de cobertura del sistema pensional colombiano

### a) Cobertura de la población activa (Cotizantes/PEA)



### b) Cobertura de la población pasiva (Pensionados / población en edad de pensionarse)



Fuente: Téllez y Tuesta (2009); DANE; Superfinanciera. Cálculos Fedesarrollo

En general, se puede dividir el problema de la baja cobertura en dos componentes. El primero es el de las personas que prácticamente no tienen acceso al sector formal y/o que su ingreso promedio es menor al mínimo, por lo que no cumplen los requisitos ni siquiera de afiliación. El segundo componente de la cobertura se

refiere a los cotizantes que, al tener bajos salarios y alternar continuamente entre trabajos formales e informales, no alcanzan a reunir los requisitos para obtener una pensión, por lo que se les hace una devolución de saldos en el RAIS o una “indemnización sustitutiva” en el RPM<sup>5</sup>. El hecho de que cualquiera de estos dos casos suceda se puede considerar como un fracaso del sistema para proveer una senda de ingresos estable para el período de la vejez, dado que aquellos afiliados que no pudieron ahorrar lo suficiente en su vida laboral quedan en permanente estado de pobreza y vulnerabilidad.

En este sentido, quizás lo más preocupante de la situación actual del sistema pensional colombiano son las estimaciones de la proporción de los usuarios actuales del sistema de pensiones que, bajo los parámetros vigentes, serán capaces de contribuir lo suficiente para recibir una pensión en el futuro. Téllez y Tuesta (2008) hacen una simulación hasta 2050 del sistema pensional y encuentran que el bajo dinamismo de la cantidad de cotizantes implica que el incremento de la cobertura de la población objetivo será casi nulo en el largo plazo. López y Lasso (2008) encuentran que solo el 1.4% de la población sin educación superior que cotiza en el RAIS obtendría su pensión, mientras que 47.9% de la población con educación superior tendría acceso a ella; para el Régimen de Prima Media estas cifras serían de 1.6% y 35.7%, respectivamente. Por su parte, Vaca (2013) usó la Gran Encuesta Integrada de Hogares del DANE para calcular las sendas de cotización promedio de los afiliados y llegó a la conclusión de que la probabilidad de que un usuario del sistema obtenga una pensión es de 35% para el RAIS, y se reduce a un dramático 13% para el RPM. Estos porcentajes son calculados sobre los usuarios del sistema, por lo que el indicador con respecto al número de ocupados resulta considerablemente más bajo.

Especial mención merece el ejercicio llevado a cabo por Núñez y Castañeda (2012), que usan la información mensual de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) para hacer una caracterización completa del universo de cotizantes del sistema. Al ser la PILA un panel de datos, es posible construir historias laborales y calcular la probabilidad de que cada individuo pueda pensionarse si sigue cotizando al ritmo actual. Los autores encuentran que, mientras que una persona del decil más alto de ingresos necesita 29 años de cotización para obtener una pensión, los cotizantes de los deciles 1 y 2 cotizan con una frecuencia mensual tan baja y sobre ingresos tan reducidos que necesitarían en promedio 128 años para pensionarse, lo que refleja los problemas de informalidad recurrente en esos deciles. Así mismo, hacen un cálculo de las semanas faltantes para cumplir los requerimientos cuando lleguen a la edad de pensión, y encuentran que solo desde el decil 7 los hombres cumplen en promedio con las semanas necesarias, y que ello sucede en el decil 10 para las mujeres (Cuadro 1). Finalmente, calculan el monto ahorrado por cada decil al llegar a la edad

---

5 La diferencia entre las dos es que la devolución de saldos del RAIS entrega al cotizante los rendimientos reales obtenidos por el fondo de ahorro, mientras que la indemnización sustitutiva del RPM ajusta los ahorros por inflación, pero sin ninguna rentabilidad real ni reconocimiento financiero sobre dichos aportes.

de pensión, el cual varía desde 420,000 dólares para el decil 10 hasta unos escasos 430 dólares para los más pobres, lo cual es claramente insuficiente para garantizar cualquier tipo de ingreso para la vejez, dado que el monto mínimo para alcanzar una pensión es de unos 68,000 dólares.

**CUADRO 1**  
Proyección pensional de los actuales afiliados al sistema

Decil	Años necesarios para pensionarse	Semanas faltantes para pensión		Montos ahorrados a la edad de pensión (dólares)	
		Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
1	182	1,050	1,085	460	395
2	75	695	781	5,198	4,456
3	45	280	426	18,505	15,861
4	45	297	441	32,179	27,582
5	39	120	288	37,111	31,809
6	37	80	254	49,089	42,077
7	35	-3	180	65,973	56,548
8	34	-60	135	94,384	80,901
9	32	-145	52	159,131	136,398
10	29	-270	-50	449,590	385,363

Fuente: Núñez y Castañeda (2012).

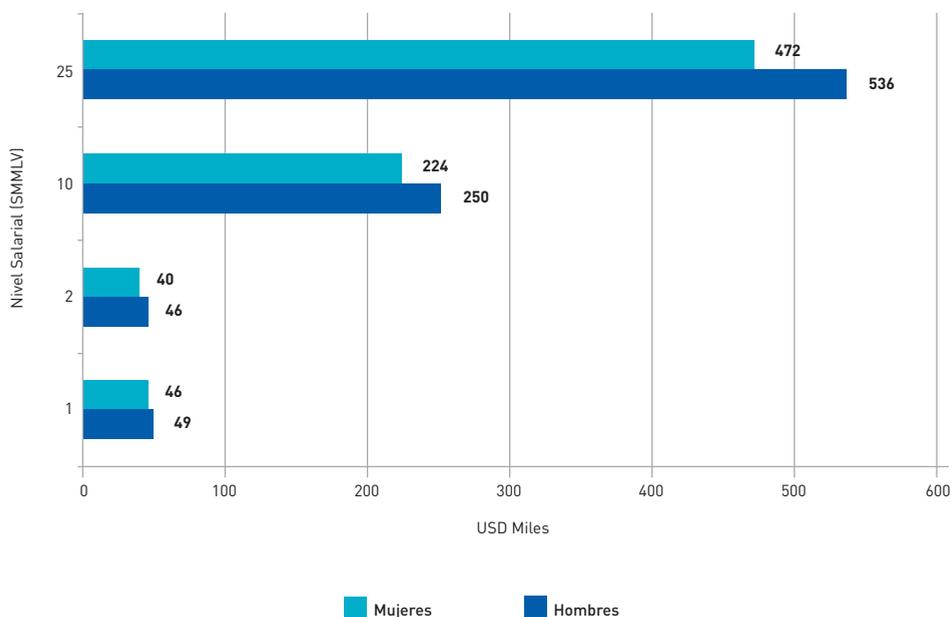
Estas cifras reflejan un último aspecto de la baja cobertura del sistema pensional colombiano, y es la desventaja que tienen las mujeres a la hora de alcanzar las contribuciones necesarias para obtener una pensión adecuada. En primer lugar, las mujeres tienen que acumular el mismo capital que los hombres pero cuentan con cinco años menos de etapa activa, dado que la edad establecida para pensionarse es de 57 años para las mujeres y de 62 años para los hombres. Así, mujeres que quisieran seguir trabajando y tienen tasas de reemplazo (relación pensión salario) muy bajas, pueden verse forzadas a retirarse por el solo hecho de haber cumplido la edad establecida para ellas. Segundo, la menor densidad de cotización consecuencia de factores diferenciales como la maternidad reduce el monto de las cotizaciones y, por ende, de los beneficios pensionales. Tercero, dado que la esperanza de vida de las mujeres es mayor a la de los hombres, el cálculo de los beneficios por parte del RAIS las castiga al dividir el ahorro en un mayor número de años. Estos factores reducen la pensión para las mujeres y terminan por generar incentivos para que se trasladen al final de su vida laboral del RAIS al RPM, donde pueden recibir subsidios del Estado. Una primera recomendación de política, entonces, sería la necesidad de avanzar hacia la eliminación o, al menos, reducción, de las diferencias por género en las edades de jubilación.

## 1.2 Equidad

El segundo gran problema del sistema pensional colombiano es la regresividad de los subsidios que se otorgan a los pensionados. El subsidio se entiende como la diferencia entre el valor acumulado de los aportes de un individuo si los hubiera depositado en una cuenta de ahorro individual y el valor presente de los pagos esperados de una pensión del Régimen de Prima Media; en otras palabras, es la diferencia entre la promesa del RPM y los recursos esperados de una pensión del RAIS. El problema de estos subsidios es que se concentran en la población de mayores ingresos (Gráfico 3), por lo que el sistema termina financiando las pensiones de la población más rica con las contribuciones de los trabajadores de menores ingresos, que no alcanzan a contribuir lo suficiente para recibir una pensión del sistema.

GRÁFICO 3

Monto del subsidio a pensión de acuerdo al nivel salarial



Fuente: Fedesarrollo (2012a).

Para entender por qué el RPM provee un subsidio a los pensionados, hay que comprender primero la forma en que se calculan las pensiones en cada sistema. Por un lado, en el RAIS la pensión de vejez se calcula a partir de los aportes hechos durante la etapa laboral, sumados a la rentabilidad obtenida durante el período de acumulación. Por el contrario, en el Régimen de Prima Media las pensiones están determinadas por una función de beneficios que se calcula a partir del ingreso base de liquidación (IBL), que es el salario promedio sobre el cual cotizó en los últimos

10 años, y premia las semanas cotizadas adicionales a las requeridas. Acá se está incumpliendo el principio básico de equidad, de otorgar beneficios iguales ante contribuciones iguales, dado que el cálculo de prestaciones del RPM premia de forma desproporcionada a los afiliados de mayores ingresos, que en general superan las semanas de cotización requeridas y su ingreso al final de la vida laboral es considerablemente más alto. Esto, en última instancia, termina por incentivar el traslado de población de altos ingresos del RAIS al RPM, volviendo más regresivo al sistema en el mediano y largo plazo.

Según Santa María y Piraquive (2013), la regresividad en los beneficios de los pensionados es una de las fuentes que más inciden en la desigualdad de los ingresos en Colombia, uno de los países más inequitativos del mundo. Los subsidios en pensiones, que representan 32.4% del total de subsidios asignados por el Estado, se dirigen en un 86% al quintil de más altos ingresos, mientras que el primer quintil solo percibe el 0.1% de los subsidios pensionales (Núñez 2009). Esto demuestra un diseño perverso del sistema, dado que los individuos de bajos ingresos, que deberían ser ayudados por el Estado para alcanzar una pensión mínima, terminan financiando las pensiones excesivamente altas de los individuos de mayores ingresos y de los afiliados a los regímenes especiales.

La existencia de regímenes especiales ha sido, de hecho, una de las principales causas de la regresividad del sistema. Los regímenes especiales tenían sus propias normas de acceso y de cálculo de beneficios, otorgando mayores prestaciones a sus afiliados que el RAIS y el RPM, prestaciones que eran financiadas mediante el presupuesto nacional. Antes de 2005, este tipo de esquema cubría a las Fuerzas Militares, la Policía Nacional y los miembros del Magisterio y las universidades públicas, entre otros. A pesar de la eliminación, a partir de 2010, de estos regímenes especiales decretada por el Acto Legislativo 01 de 2005, han existido decisiones judiciales que han prolongado el período de transición y extendido beneficios -en particular, para la Rama Judicial- que incrementan la regresividad del sistema y afectan su sostenibilidad.

### 1.3 Solidaridad

Tanto en el Pilar Uno (RPM) como en el Pilar Dos (RAIS), los cotizantes financian un esquema de solidaridad, representado por dos fondos: el Fondo de Solidaridad Pensional (FSP), para el RPM, y el Fondo de Garantía de Pensión Mínima (FGPM), para el caso de RAIS.

Con respecto al FSP, desde que inició su operación en 1994 quedó establecido que las principales fuentes de financiación del FSP debían ser los aportes de solidaridad (1% de quienes devengaban más de cuatro salarios mínimos), y los rendimientos finan-

cieros del mismo fondo. Igualmente, en un principio se determinó que los recursos de este fondo serían utilizados para otorgar subsidios parciales y temporales hacia los cotizantes del sistema que, por diferentes razones, no lograban alcanzar las semanas de cotización establecidas legalmente para obtener una pensión.

Estos subsidios temporales consistían en el pago de un porcentaje de los aportes a pensiones de las personas que habían cotizado, ya sea el RPM o al RAIS, pero que por estar desempleadas o estar laborando en el sector informal no podían cotizar para pensiones. Mensualmente, el FSP cotizaba sobre un salario mínimo mensual al Instituto de Seguros Sociales (ISS), hoy Colpensiones, durante un lapso definido, según un porcentaje determinado para cada grupo poblacional. A su vez, el beneficiario se comprometía a consignar el porcentaje complementario en una entidad financiera de la red de recaudo del ISS. Se buscaba así ampliar la cobertura del régimen pensional extendiéndola hacia los grupos más desfavorecidos.

Ahora bien, este esquema de subsidios temporales, según cifras del DNP (2003), logró una cobertura modesta, alrededor de 15% del potencial, y presentó varias dificultades en su funcionamiento. Entre sus principales problemas se encuentra la baja fidelidad al programa de subsidios. Según DNP (2002), una de las razones de esto es la alta frecuencia en la periodicidad de los pagos que tenían que realizar los beneficiarios del programa, lo cual en su gran mayoría no estaba alineado con la alta variabilidad de los ingresos, en especial en el sector informal. Este hecho llevó a una desvinculación del programa de la gran mayoría de sus beneficiarios.

A partir del año 2003, a través de la Ley 797, se decidió restringir los requisitos a los beneficiarios de los subsidios a las cotizaciones e incrementar significativamente los recursos para la atención directa a los ancianos a través del Pilar Cero (PPSAM, hoy en día el programa Colombia Mayor). Para ello se constituyeron dos subcuentas independientes dentro del FSP: una de solidaridad y otra de subsistencia para el programa PPSAM. Uno de los principales cambios que se realizaron a la subcuenta de solidaridad fue que esta solo cubriría a las personas mayores de 55 años de edad si están afiliados al RPM, o las mayores de 58 años en el RAIS. Con esta reforma se pretendía mejorar la fidelidad al sistema debido a que las personas de mayor edad son más conscientes de la necesidad de una pensión y, por lo tanto, son más propensas a realizar los aportes del caso.

## **1.4 Sostenibilidad fiscal**

El antiguo régimen público de reparto simple fue diseñado en 1967 con una tasa de cotización de 6% del salario, dividida en aportes de 1.5% del Estado, 3% de los empleadores y 1.5% del empleado, tasa que debía ser actualizada cada 5 años en 3 puntos porcentuales, hasta alcanzar 22% del salario en 1993, para garantizar la sostenibilidad

del sistema. No obstante, dado que el Estado incumplió con sus aportes y la tasa de cotización solo fue modificada una vez en 1985 en 2 puntos porcentuales, a principios de la década de los noventa era evidente que el régimen pensional estaba desfinanciado y vulnerable. A pesar de los esfuerzos de la reforma de la Ley 100 por corregir los aspectos financieros del sistema, la insostenibilidad del RPM, heredero del anterior esquema público, se evidencia en el hecho de que en 2003 las reservas del Instituto de Seguro Social (ISS, ahora Colpensiones), que manejaba este sistema, fueron agotadas, por lo que el Estado tuvo que comenzar a financiar las pensiones con recursos del Presupuesto General. En 2004, el costo fiscal del sistema fue de 1% del PIB, pero este se incrementó rápidamente a 3.5% del PIB en 2005 y a partir de ahí se ha estabilizado alrededor del 3.8% del PIB. Según las proyecciones del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014, publicado por el Ministerio de Hacienda, los desembolsos públicos hacia el sistema de pensiones se incrementarán hasta 2017, año en el que alcanzarán 4% del PIB (Gráfico 4), para luego irse reduciendo en forma muy gradual, pero manteniéndose en niveles superiores a 3.5% del PIB al menos hasta el año 2025.

**GRÁFICO 4**

Senda de pago pensional a cargo del Gobierno Central

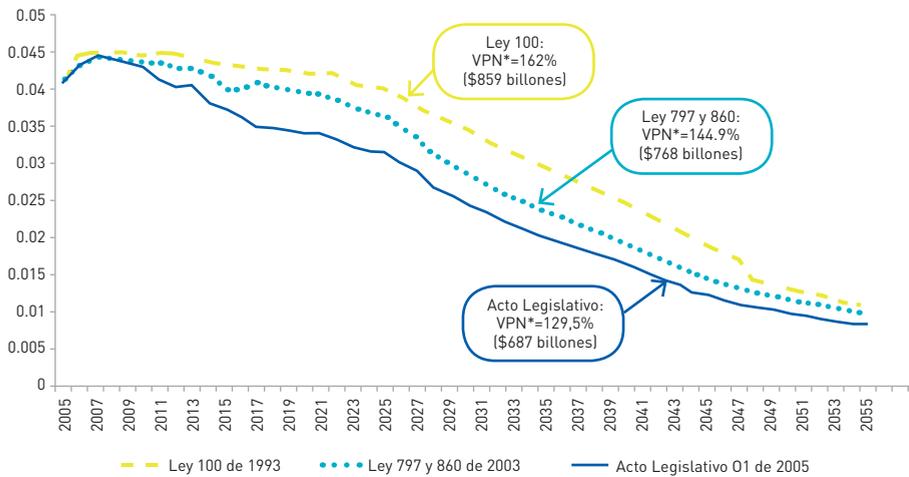


Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2014, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

A lo largo de la historia del sistema, se han implementado diversas reformas que propenden a un sistema pensional sostenible y más equilibrado financieramente. Para comenzar, hay que tener en cuenta que la reforma de la Ley 100 de 1993 redujo considerablemente la deuda actuarial del sistema, que pasó de un escandaloso 297% del PIB (en Valor Presente Neto) con el sistema antiguo a 162% del PIB con la reforma (Clavijo *et al.*, 2013). Sin embargo, dado que la Ley 100 fue incapaz de eliminar numerosas exenciones y tratos preferenciales a grupos especiales, e implementó un período de transición excesivamente largo (por ejemplo, aunque decretó un incremento de la edad de pensión en 2 años, retrasó su aplicación hasta 2014), se hizo evidente la necesidad de nuevas reformas.

Estas se implementaron en dos etapas. La Ley 797 de 2003, que redujo la tasa de reemplazo del RPM y estableció condiciones más estrictas para acceder a una pensión, como el incremento gradual de las semanas de cotización, redujo el valor presente de la deuda pensional de 162% a 145% del PIB. La segunda reforma fue plasmada en el Acto Legislativo 01 de 2005, que decretó la eliminación y marchitamiento de los regímenes especiales e impuso un monto máximo a las pensiones del RPM en 25 salarios mínimos (unos USD 7,600), con lo que se contrajo la deuda pensional hasta el actual 129% del PIB. El Gráfico 5 muestra cómo estas reformas han modificado la senda de pagos pensionales a cargo del Gobierno y la magnitud de su valor presente neto y la deuda pensional colombiana, en el largo plazo.

**GRÁFICO 5**  
Senda de Pagos y Deuda Pensional (% del PIB de 2010)



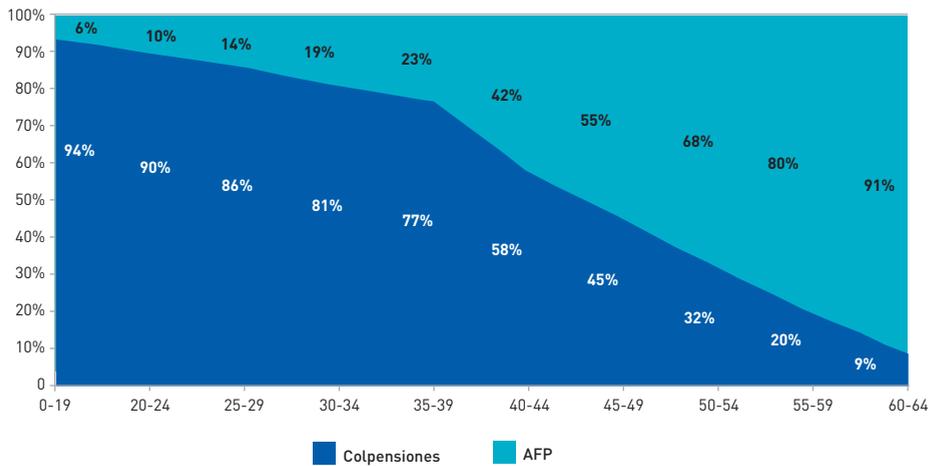
\* Tasa de descuento de 4%.

Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2014.

Como se puede observar, las proyecciones muestran un declive en el mediano y largo plazo de los pagos pensionales a cargo del Estado, lo que aumenta la sostenibilidad fiscal del Régimen de Prima Media. Esta senda de pagos alta, pero relativamente estable, se alcanzó luego de las reformas mencionadas, que buscaban corregir aspectos que afectaban su sostenibilidad fiscal. Sin embargo, al primar el criterio de sostenibilidad financiera del sistema al momento de tomar medidas como el endurecimiento de las condiciones de acceso a los fondos de garantía de pensión mínima, se afectaron de forma importante otros aspectos del sistema pensional, como la cobertura de la población de bajos ingresos. El RAIS, por su parte, es autofinanciado por construcción, dado que las prestaciones pensionales dependen exclusivamente del monto ahorrado más la rentabilidad financiera que obtuvo el Fondo de Pensión, por lo que no requiere subsidios para su financiamiento.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta las diferencias en el perfil de los afiliados a cada régimen: mientras que los usuarios del RAIS tienen en promedio 37 años, la edad promedio de los afiliados al RPM se acerca a los 49 años. Como se aprecia en el [Gráfico 6](#), mientras los trabajadores jóvenes se encuentran predominantemente en el RAIS, para aquellos con más de 55 años de edad la participación del RPM es superior al 80%. Esto implica que el número de pensionados está fuertemente concentrado en el RPM, y el RAIS aún no siente la presión financiera del otorgamiento de los beneficios pensionales.

**GRÁFICO 6**  
Distribución de afiliados por régimen y edad (2012)



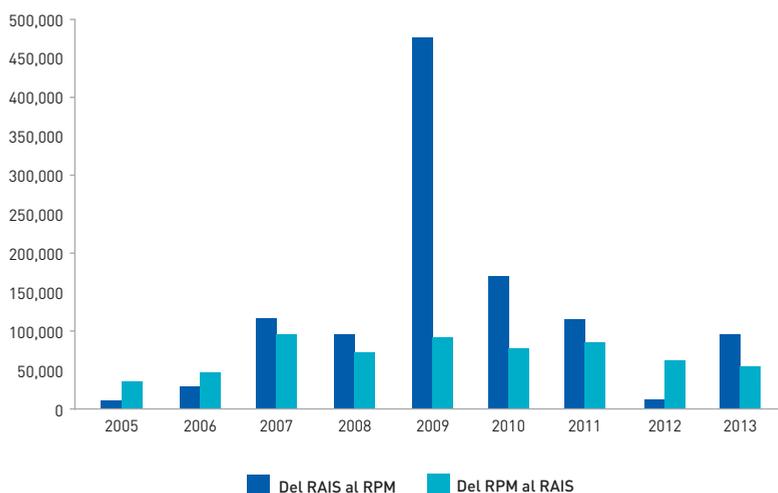
Fuente: Restrepo (2014), Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

A pesar de que las condiciones de sostenibilidad fiscal de los sistemas pensionales han mejorado sustancialmente, hay dos factores que pueden generar mayores costos en un futuro. En primer lugar, es claro que Colombia se ha quedado muy retrasada en la modificación de los parámetros del sistema pensional, teniendo en cuenta que el país viene experimentando una importante transición demográfica. El problema radica en la forma en que se ha intentado remediar la lenta actualización de los parámetros del sistema y el desequilibrio financiero generado por una mayor expectativa de vida, que no se ha reflejado en aumentos considerables de la deuda pensional ni en condiciones de insostenibilidad fiscal, pero sí, en condiciones más restrictivas para acceder a una pensión. El costo de esta estrategia es que reduce dramáticamente la cobertura para todos aquellos que por problemas de baja densidad e informalidad no pueden cumplir con los nuevos requisitos.

El segundo aspecto que puede impactar de forma importante la sostenibilidad financiera de un sistema de pensiones dual, como el colombiano, es el movimiento de afiliados entre regímenes. La posibilidad de trasladarse múltiples veces (cada 5 años,

hasta máximo 10 años antes de la edad de pensión) abre la oportunidad de arbitraje por parte de los usuarios, apostando normalmente contra el fisco. Supongamos un individuo de altos ingresos que ha contribuido toda su vida laboral al RAIS, pero 10 años antes de pensionarse decide trasladarse al RPM. En ese caso, Colpensiones recibiría los recursos del fondo de ahorro del individuo, por lo que su flujo de caja experimenta una mejora; sin embargo, en la etapa pasiva del individuo, y dados los métodos de cálculo de las prestaciones y los subsidios que reciben los afiliados con mejor capacidad de pago, los desembolsos serían mayores y se afectaría la sostenibilidad del sistema en el largo plazo. De hecho, en la medida en que los traslados entre regímenes pensionales son racionales desde el punto de vista individual de los afiliados al sistema, esos traslados se hacen precisamente para explotar los subsidios implícitos en el RPM con respecto al RAIS. En este sentido, en la última década los traslados desde el RAIS al RPM han excedido de manera sistemática, con excepción de algunos años, los del RPM al RAIS, lo que en última instancia incrementa el monto de subsidios que el Estado tendrá que pagar (Gráfico 7)<sup>6</sup>.

**GRÁFICO 7**  
Traslados entre regímenes (número de personas)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

<sup>6</sup> Es importante aclarar que en 2009 los traslados de las AFP al ISS incluyen 336,000 afiliados como resultado de la depuración del proceso de múltiple vinculación. Para 2012, una posible explicación de la cifra atípica puede atribuirse a que en este año se creó Colpensiones.

## 2. El Pilar Cero y el Pilar Intermedio

---

En Colombia existe un Pilar Cero con el que, a través de subsidios, busca garantizar un mínimo de bienestar de la población de adultos mayores en situación de pobreza estructural. Este tipo de mecanismo asistencial transfiere recursos directamente a la población de la tercera edad, y en especial, a las personas de más de 65 años de edad en estado de indigencia, otorgando subsidios monetarios o en especie.

### 2.1 Antecedentes

---

Aunque en el Artículo 48 de la Constitución del 1991 se estableció un concepto amplio de seguridad social, el Estado colombiano, a través de la Ley 100 de 1993, estableció como prioridad conseguir la cobertura universal por medio de dos mecanismos para proteger a las personas de la tercera edad de los problemas económicos asociados a la vejez: uno preventivo, basado en los regímenes pensionales del RPM y el RAIS, y otro de tipo asistencial. El auxilio de este último consistía en un apoyo económico de hasta 50% del salario mínimo, financiado con recursos del Presupuesto General de la Nación (PGN) y con cofinanciación de las entidades territoriales.

Bajo este escenario normativo, el Estado colombiano creó los programas REVIVIR (1994-1998) y PAIAM (1999-2003)<sup>7</sup>, ambos, ejecutados por la Red de Solidaridad Social. Según datos del DNP, la cobertura de estos programas entre 1993 y 2003 fue de alrededor de 80.000 beneficiarios, de un potencial de 911.000 personas de la tercera edad en estado de indigencia. En este sentido, una evaluación de Vivas *et al.* (2002)

---

7 Programa de Atención Integral al Adulto Mayor.

encontró que, aunque estos dos programas tuvieron un impacto positivo y relevante en los servicios de nutrición, atención en salud, medicamentos, habitación, entretenimiento y ocio productivo en los beneficiarios, existían problemas significativos en términos de cobertura del programa.

En estos dos programas, la principal restricción para aumentar la cobertura fue la asignación de recursos por parte del Gobierno Nacional. Como los recursos formaban parte del PGN, estuvieron más propensos a demoras en la asignación y a recortes efectivos. Durante 1994 y 2003, solo una pequeña porción de la población potencial estuvo cubierta y el monto de los subsidios fue muy bajo. Por ejemplo, según datos de Vivas *et al.* (2002), en promedio el subsidio entregado por estos dos programas fue de alrededor de 24% del salario mínimo, mientras que la línea de indigencia representaba un 32%.

## 2.2 Programa de Protección Social al Adulto Mayor (PPSAM)

La Ley 797 de 2003 fue el punto de partida del sistema actual, en el que se aumentaron significativamente los recursos para la atención directa a los ancianos por medio de la creación del Programa de Protección Social al Adulto Mayor (PPSAM), que es la base sobre la que se construye el Pilar Cero actual en Colombia. Este programa nació con la idea de aumentar la cobertura del sistema pensional y llegar a cubrir con subsidios cerca de 911.000 personas de la tercera edad que vivían en condiciones de indigencia en el año 2002.

Para poder lograr el aumento en la cobertura, se diseñó un sistema de financiamiento con la creación de una subcuenta de subsistencia en el Fondo de Solidaridad Pensional (FSP). El FSP tiene un esquema de contribución progresivo, donde se administran los recursos provenientes de un impuesto de 1% sobre las cotizaciones con más de 4 salarios mínimos legales (SML), 2% para más de 16 SML, y con aportes del presupuesto de la Nación.

Ahora bien, teniendo en cuenta que la población objetivo son los adultos mayores en estado de indigencia, en un principio quedó establecido que el subsidio debería ser al menos el nivel de ingreso mínimo que permitiera al beneficiario salir de ese estado. Desde la Ley 797 de 2003, se estableció que este nivel de ingreso corresponde a la línea de indigencia (LI), medida con base en el valor de una canasta que cubre los requisitos nutricionales mínimos diarios y respeta, en lo posible, los hábitos alimenticios de la población.

En este contexto, en el Conpes 70 de 2003 se establecieron los siguientes requisitos para poder ser beneficiarios de los subsidios:

- a) Tener como mínimo tres años menos de la edad que rija para adquirir el derecho a la pensión de vejez de los afiliados al Sistema General de Pensiones.

- b) Estar clasificado en los niveles 1 y 2 del SISBEN y devengar un ingreso personal igual o menor al 32% del salario mínimo mensual.
- c) Residir durante los últimos diez años en el territorio nacional

En el año 2012, y conforme a lo establecido en el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014, se planteó como una necesidad elevar la cobertura efectiva del programa hacia la meta de un millón quinientos mil colombianos. En efecto, se presentó un aumento de cobertura. El número de beneficiarios ya se había aumentado desde 280 mil en 2008 a 484 mil en 2010 y 630 mil en 2012. Para 2013 y 2014 ese número superó el millón de personas; pero, dado que los recursos actuales eran insuficientes, este incremento se vio compensado por una reducción de los beneficios, que bajaron desde 65 dólares mensuales en 2010 a unos escasos 35 dólares para 2014 (Ver Cuadro 2).

**CUADRO 2**  
Recursos del PGN y personas beneficiarias del Programa

Año	Recursos solicitados PGN (USD)	Recursos solicitados [% del PIB]	Número de beneficiarios	Subsidio por persona anual (USD)	Subsidio por persona mensual (USD)
2008	134,250,449	0.06%	280,000	479	40
2009	292,150,000	0.12%	480,147	608	51
2010	378,440,531	0.13%	484,183	782	65
2011	401,361,160	0.12%	600,000	669	56
2012	370,675,941	0.10%	630,267	588	49
2013	399,914,261	0.11	1,029,002	389	32
2014	548,419,127		1,289,002	425	35
2015	638,188,757		1,500,000	425	35
2016	639,943,162		1,500,000	427	36
2017	641,310,413		1,500,000	428	36

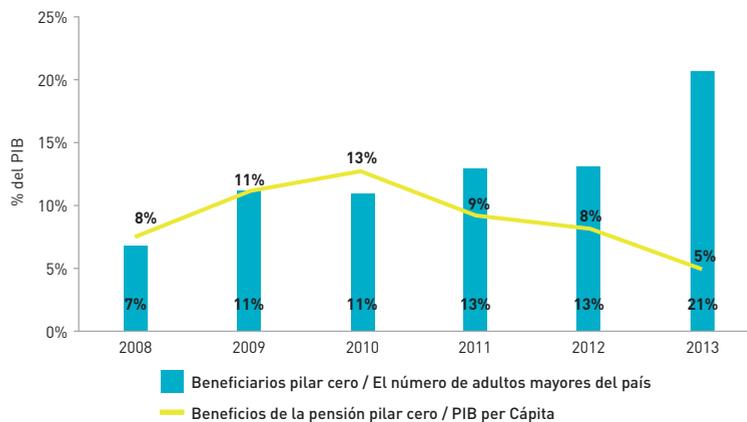
Fuente: Sistema de Seguimiento Proyectos, DNP (2014).

El **Gráfico 8** permite observar el comportamiento de dos indicadores del tamaño relativo de los planes de pensiones sociales en Colombia entre 2008 y 2013. En el panel a) se muestra la evolución de los beneficios del Pilar Cero con respecto al ingreso per cápita, que ha venido en continua reducción desde 2010 (desde 13% a 5%), y la proporción de individuos beneficiarios con respecto a la población mayor del país, que se ha incrementado desde 11% a 21% en el último cuatrienio. A partir de estos dos indicadores, en el panel b) del mismo **Gráfico 8** se construye un índice del tamaño de las pensiones sociales en el país, el cual resulta de multiplicar los dos ratios calculados en el panel a). Como se observa, el tamaño de los planes de pensiones sociales ha venido reduciéndose, dado que la iniciativa pública de aumentar la cobertura no se vio reflejada en un aumento proporcional de los recursos destinados a estos programas.

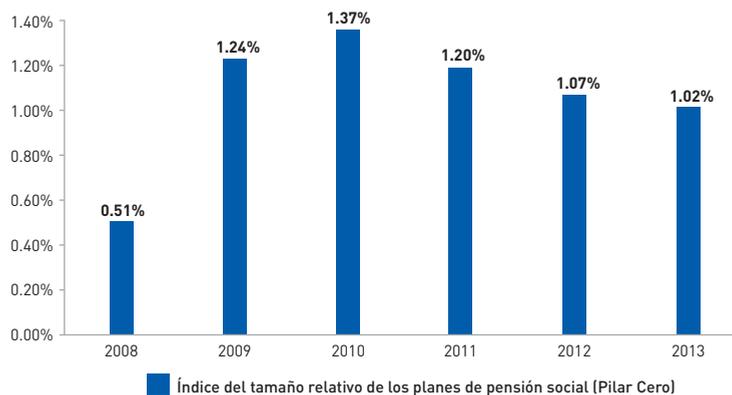
### GRÁFICO 8

Tamaño relativo de los planes de pensiones sociales en Colombia  
(2008-2013)

a) (%) de los beneficios del Pilar Cero con respecto al PIB per Cápita y  
(%) de beneficiarios con respecto a la población mayor del país



b) Índice del tamaño de los planes de pensiones sociales en el país



Fuente: Sistema de Seguimiento Proyectos, DNP (2014). Cálculos Fedesarrollo.

## 2.3 Pilar Intermedio: Beneficios Económicos Periódicos (BEPS)

En Colombia los niveles de fidelidad al Sistema General de Pensiones (SGP) son bajos: tan solo 39.8% de los 16.8 millones de afiliados actuales son cotizantes activos (DNP, 2013). Las cifras anteriores indican, como también lo afirman los trabajos de Núñez y Castañeda (2012) y Vaca (2012), que existe un alto porcentaje de población que a lo largo de su vida laboral no realiza aportes al sistema pensional, ya sea porque no logran ingresos suficientes para ahorrar con la periodicidad requerida, o por su fluctuación entre los sectores formal e informal de la economía. A manera de ilustración, el trabajo de Núñez y Castañeda (2012) encuentra que en promedio los deciles más pobres de la población cotizan alrededor de 10 semanas por año, y dado este nivel de cotización, les sería necesario trabajar durante 182 años para lograr alcanzar las semanas requeridas para pensionarse. Hoy en día en Colombia hay alrededor de siete millones de personas cuyas semanas de cotización no les permiten obtener una pensión.

Por ello, para este grupo de la población que tiene alguna capacidad de ahorro, se creó el programa de Beneficios Económicos Periódicos (BEPS) como un servicio social complementario. Los BEPS constituyen una especie de pilar intermedio entre el Pilar Cero y el pilar uno del SGP. Este mecanismo de protección para las personas de la tercera edad fue introducido en la Constitución a través del Acto Legislativo 01 de 2005 y reglamentado mediante la Ley 1328 de 2009 y el CONPES 156 de 2012. Bajo este mecanismo, los participantes al final de su vida laboral obtendrán un beneficio económico periódico en su vejez, basado en su esfuerzo de ahorro y un subsidio monetario otorgado por el Estado con el objetivo de mejorar sus condiciones de vida.

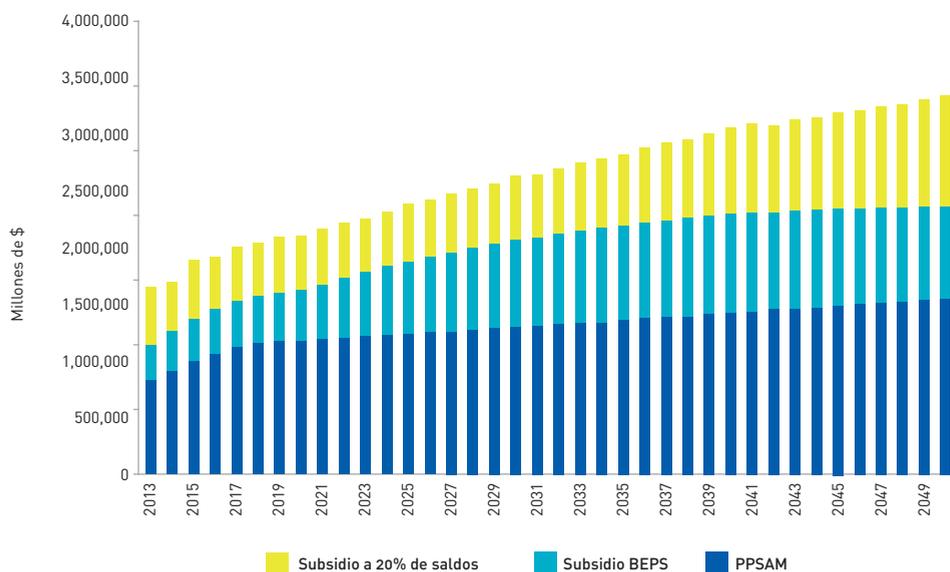
Específicamente, este mecanismo se concibe como un ahorro “individual, voluntario y flexible”, que a diferencia de las pensiones de los pilares 1 o 2, no está sujeto a la restricción constitucional de la pensión mínima (CONPES 156 de 2012). Igualmente, ese ahorro voluntario que la persona hace, le permite recibir el incentivo que el Estado entrega del 20% sobre ese ahorro realizado. Este subsidio se otorgará sobre el monto total ahorrado y sus respectivos rendimientos, los cuales serán administrados por Colpensiones a través de cuentas individuales BEPS. Por otro lado, se definió la población objetivo de los BEPS como las personas que al final de su etapa productiva no alcanzan a obtener una pensión del Sistema General de Pensiones (SGP) y que pertenecen a los niveles de Sisben 1, 2 y 3.

Las personas clasificadas en los niveles 1 y 2 de Sisben podrán contar con un ingreso superior al ofrecido en el Pilar Cero (PPSAM), mediante una participación voluntaria con su ahorro y con el subsidio monetario del Estado. Las personas pertenecientes al nivel 3 de Sisben tendrán un incentivo proporcional a su ahorro. Adicionalmente, la reglamentación establece como requisito para acceder a los BEPS que la base de cotización sea inferior al 85% del salario mínimo. Al momento de llegar a la edad de jubilación, los beneficiarios de este programa recibirán un ingreso equivalente a su

ahorro más un incentivo otorgado por el Estado de 20%, en forma de una anualidad vitalicia pagadera bimestralmente. Según estimativos del DNP contenidos en el documento CONPES 156 de 2013, este esquema de atención priorizado en los adultos mayores de 65 años pertenecientes a los niveles 1, 2 y 3 de Sisben tendría un costo en valor presente de 8.5% del PIB entre 2013 y 2050, lo que equivale a un costo anual de 0.22% del PIB. En la actualidad, el gasto total en los programas PPSAM y BEPS supera ligeramente los 1.5 billones de pesos, poco más de 0.2% del PIB y se reparte por partes similares entre ambos. Cabe anotar que en el caso del costo de los BEPS se considera tanto el subsidio de 20% a los ahorros realizados explícitamente dentro de ese sistema y el subsidio (también de 20%) sobre los saldos acumulados en el sistema general de pensiones por parte de afiliados que no alcanzan a cumplir los requisitos para pensión y trasladan dichos saldos a BEPS (Gráfico 9).

### GRÁFICO 9

Costo total del esquema de atención a los adultos mayores de 65 años de los niveles de SISBEN 1, 2 y 3

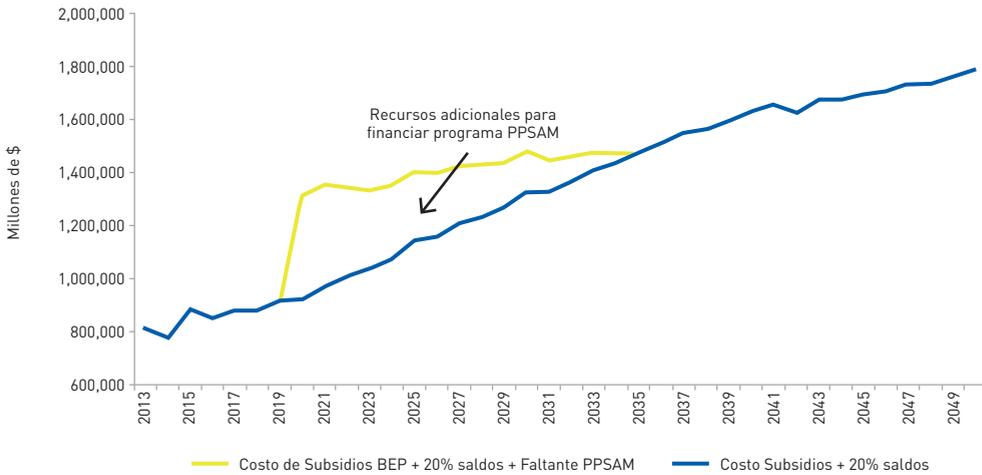


Fuente: DNP (2013). CONPES 156.

Las cifras presentadas por el CONPES 156 del 2013 muestran que el valor presente del costo para el Estado de los programas asistenciales para adultos mayores (PPSAM y BEPS) sería de alrededor de un 4.1% del PIB, debido a que el restante 4.4% se encuentra ya financiado por el Fondo de Solidaridad Pensional, lo cual implica que el costo anual con cargo al presupuesto nacional oscila entre USD 421 millones y USD 947 millones al final de 2050; esto es, entre 0.06% y 0.13% del PIB (Gráfico 10).

**GRÁFICO 10**

Costo anual con cargo al Presupuesto Nacional del esquema BEPS y PPSAM



Fuente: DNP (2013). CONPES 156.

El sistema de BEPS remedia parcialmente uno de los grandes problemas del sistema pensional colombiano, que es la desigualdad de beneficios que reciben sus afiliados. En la actualidad, las personas que han cotizado en el sistema, ya sea en el Pilar Uno o Pilar Dos, y que por diversas circunstancias no pueden acceder a una pensión, no solo no recibe pensión alguna sino que en forma indirecta subsidian a las personas de mayor ingreso. Con la implementación del programa BEPS el Estado colombiano les garantiza a todos los cotizantes del SGP un reconocimiento de 20% sobre todos los aportes realizados durante su vida laboral, independiente de las semanas cotizadas en el sistema. No cabe duda que este tipo de programas benefician a aquellas personas que no alcanzaron a cumplir los requisitos para obtener una pensión y disminuye la inequidad del sistema. Persiste, sin embargo, la diferencia entre los que cotizan al RAIS, que reciben este reconocimiento sobre sus aportes incrementados por la rentabilidad real que hayan obtenido las AFP correspondientes, y los que cotizan al RPM, cuyos aportes solo se ajustan por inflación, antes de recibir el subsidio del 20%.

Por otro lado, es importante recalcar, como también lo ha señalado Fedesarrollo (2013), que aunque en términos generales la creación del programa BEPS se trata de una iniciativa positiva, el subsidio de 20% luce insuficiente para estimular entre los trabajadores informales un ahorro de largo plazo. Por otra parte, el esquema propuesto de subsidio mediante BEPS excluye a las personas que ahorran más de lo correspondiente a una base de cotización del 85% de un SMLV, lo que reduce la transversalidad del esquema y puede llegar a generar inequidades entre individuos de ingreso muy similar.

### 3. El Pilar Uno en Colombia

---

En este capítulo se verán algunos de los principales rasgos del Régimen de Prima Media o Pilar Uno en Colombia. Aunque durante el transcurso de este trabajo se han mencionado algunas de las características de este pilar, en esta parte se esbozarán con más detalle algunas particularidades de su pasivo pensional y de los subsidios implícitos que conlleva.

El RPM es en esencia el heredero del antiguo régimen pensional, cuyo inicio se remonta al año 1946. En ese entonces se gestó la Caja Nacional de Previsión Social (Cajanal), para los trabajadores del sector público, la cual transfería los aportes de sus afiliados para pagar las mesadas a las personas que se pensionaban. A partir del año 1967 se reglamentaron y se volvieron obligatorias las pensiones como mecanismo de protección para la vejez para los trabajadores del sector privado y se delegó su administración al Instituto de Seguros Sociales (ISS), función que fue ratificada por la Ley 100 de 1993. Posteriormente, el ISS sería liquidado a través de la Ley 1151 de 2007, que creó la Administradora Colombiana de Pensiones, Colpensiones. Esta empresa, de carácter público, es de naturaleza comercial e industrial del Estado de orden nacional, y está anexada al Ministerio de Trabajo.

El objetivo de este cambio de naturaleza jurídica de la entidad obedeció, específicamente, a que el antiguo ISS no estaba sometido a los estándares regulatorios del sector financiero, lo cual generaba un sinnúmero de problemas operativos dentro de esta entidad que, en últimas, terminaban afectando a sus afiliados. A manera de ilustración, con el antiguo ISS los afiliados que cumplían todos los requisitos para recibir una pensión tenían que esperar varios años para recibirla, si bien legalmente estaba establecido que el tiempo para ello debía ser cuatro meses. Con la creación de Colpensiones se abrió una puerta para el mejoramiento operativo del RPM, en especial en los temas relacionados con la claridad en la información de semanas de cotización y con la atención oportuna para sus afiliados. La función principal de

Colpensiones es la de administrar los aportes al RPM, los cuales son equivalentes al 16% del Ingreso Base de Cotización (IBC), y que se distribuyen de la siguiente forma: 13 puntos porcentuales se dirigen al fondo común, 1.9 puntos se dirigen al seguro de invalidez y muerte, y el 1.09% restante se destina para la administración de Colpensiones. Adicionalmente, la Ley 1151 de 2007 otorgó la responsabilidad de la administración de los BEPS a esta institución.

Actualmente, el régimen tiene un total de 6.5 millones de afiliados, de los cuales 4.5 millones están inactivos. El Cuadro 3 muestra la caracterización de los afiliados al Régimen de Prima Media por género y nivel de ingreso. Como se puede observar, alrededor del 93% de los afiliados al RPM tienen ingresos inferiores a dos salarios mínimos. Dada esta distribución del ingreso de los afiliados, las bajas densidades de cotización para este rango de ingreso se convierten en un gran desafío para el cubrimiento de estos afiliados en su etapa de jubilación.

**CUADRO 3**  
Afiliados según nivel de ingreso

Salarios mínimos (SMMLV)	RPM		RAIS		RPM		RAIS	
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
Menor o igual a 2 SMMLV	3,337,450	2,746,325	5,764,725	4,290,911	92.67%	93.92%	84.11%	85.65%
Mayor a 2 y menor igual a 4 SMMLV	143,708	98,815	522,361	379,496	3.99%	3.38%	7.62%	7.58%
Mayor a 4 y menor igual a 16 SMMLV	110,400	73,970	367,023	236,920	3.07%	2.53%	5.35%	4.73%
Mayor a 16 SMMLV	9,690	4,927	199,873	102,368	0.27%	0.17%	2.92%	2.04%
Total	3,601,248	2,924,037	6,853,982	5,009,695	100%	100%	100%	100%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Actualmente, para obtener el derecho a una pensión en el RPM se deben cumplir las siguientes condiciones: i) haber cumplido 57 años de edad si es mujer o 62 años si es hombre; y ii) haber cotizado un mínimo de 1250 semanas. Para quien ha cotizado ese mínimo de semanas, la tasa de reemplazo en este sistema es el 65% del ingreso base de liquidación (IBL), el cual se define como el promedio salarial de los últimos 10 años antes de la pensión. Dicha tasa de reemplazo aumenta gradualmente para quienes tienen un número más alto de semanas cotizadas. Además, para aquellas personas que cotizan con un salario de referencia (IBL) de un salario mínimo, la tasa de reemplazo es en la práctica del 100% debido a la restricción constitucional que prohíbe otorgar pensiones inferiores a ese valor. La Ley 797 de 2003 estableció como el límite máximo de una pensión otorgada por el RPM un monto de 20 salarios mínimos (SMMLV).

Debido a la forma en la que están calculadas las pensiones del régimen de prima media, el Estado tiene que entrar a subsidiar prácticamente todas las prestaciones

pensionales. Clavijo (2013) hace una simulación de los montos de subsidio para diversos tipos de agentes en el RPM, que se pueden observar en la [Cuadro 4](#). El primer caso (Agente A) es un cotizante hombre que no alcanza a ahorrar lo suficiente para financiar una pensión (solo cotiza por 15 años), por lo que no recibe recursos del Estado. En sentido estricto, aunque no se muestra en el cuadro, ese individuo tendría un subsidio negativo en la medida en que, como se describió anteriormente, los recursos ahorrados por él se le devuelven simplemente ajustados por inflación, quedándose el Estado con la rentabilidad real correspondiente a los recursos que tuvo depositados durante su vida laboral. El segundo agente B cotiza por el tiempo necesario (25 años), por lo que el sistema le garantiza una pensión mínima de 1 SMMLV por los 20 años esperados, lo que representa un costo de USD 240,500; dado que el individuo solo ahorró USD 56,400, termina recibiendo un subsidio de 74.6% de su pensión. A medida que aumenta el ingreso de los beneficiarios (caso del agente C), el monto absoluto del subsidio es mayor (dado que se calcula como el 65% del ingreso de los últimos 10 años), pero el subsidio como porcentaje es menor. Esto último sucede básicamente por la diferencia en las tasas de reemplazo, que para el agente C es de 65% mientras para B es del 100%, dado que cotiza sobre 1 SMMLV y recibe una pensión igual al salario mínimo. En el caso de las mujeres, como la expectativa de vida es mayor, el capital requerido para fondear el pago de la pensión es más alto, por lo que aumenta el porcentaje de subsidio estatal. Dado que los beneficios pensionales dependen de parámetros preestablecidos por las leyes 100 de 1991 y 797 de 2003 y que no han sido actualizados, estos faltantes o subsidios pensionales en el RPM afectan la sostenibilidad financiera del sistema e implican una gran carga para el fisco.

**CUADRO 4**  
Subsidio para diferentes tipos de agentes  
(US dólares)

Tipo de agente	Valor del Ahorro Individual	Subsidio	Pensión	% Subsidiado
A (15 años, 1 SMMLV)	30,100	-	-	-
B (25 años, 1 SMMLV)	56,400	179,500	240,500	74.6
C (25 años, 5 SMMLV)	281,900	278,200	583,200	47.7
D (25 años, 10 SMMLV)	563,800	509,900	1,120,500	45.5

Fuente: Clavijo, 2013.

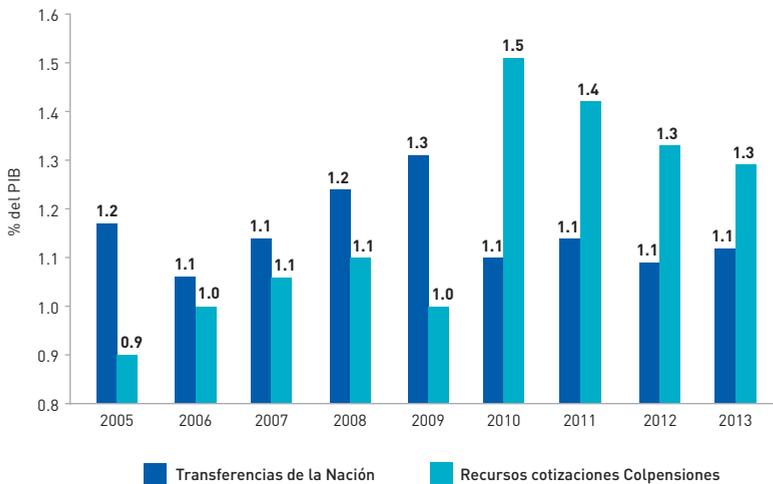
Cuando se analiza los componentes de los ingresos en el flujo de caja del RPM, estos provienen principalmente de tres fuentes: los desembolsos de la Nación, las cotizaciones a Colpensiones y los recursos de los traslados de afiliados desde el RAIS al RPM. El [Gráfico 11](#) muestra la evolución de los dos primeros componentes, que alcanzan 1.1% y 1.3% del PIB, respectivamente<sup>8</sup>. Con respecto al tercer componente,

<sup>8</sup> Aunque el pago pensional a cargo del Gobierno Central asciende a 3.8% del PIB anual, solamente 1.1% del PIB se dirige hacia Colpensiones, mientras que el restante sirve para pagar las pensiones de los regímenes especiales.

cuando una persona se traslada del RAIS al RPM, todo el ahorro pensional individual pasa en ese momento a la bolsa común que maneja Colpensiones, mejorando su flujo de caja. El problema es que, según datos del Ministerio de Hacienda, para el 2012 los recursos por traslados de afiliados provenientes del RAIS representaron el 34.5% de los recursos de Colpensiones. El gran peso de este componente dentro del financiamiento total del RPM es una prueba diciente de hasta qué punto el sistema público está financiando sus gastos corrientes (el pago anual del pasivo pensional) con ingresos de largo plazo (el traslado del ahorro de los cotizantes del RAIS hacia Colpensiones, recursos que en teoría deberían financiar la etapa pasiva de esos cotizantes).

**GRÁFICO 11**

Aportes Nación y cotizaciones Colpensiones % del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia.

En resumen, a pesar de que la senda de pagos pensionales del gobierno es controlada y decreciente en el tiempo, el RPM muestra un gran desequilibrio en la composición de sus fuentes de financiamiento, lo que resalta la importancia de la revisión de los parámetros del sistema pensional para no hacerlo insostenible en el mediano y largo plazo. En particular, hay que buscar corregir el actual escenario de desequilibrio demográfico, explicado en gran parte por las diferencias entre la edad de pensión y la expectativa de vida, las cuales generan que cada vez se necesiten más recursos para el pago de las obligaciones pensionales.

## 4. Características principales del sistema de capitalización individual en Colombia (Pilar Dos)

---

La característica principal del sistema pensional colombiano es la competencia existente entre sus dos principales componentes: el sistema público de reparto simple que corresponde al Pilar Uno (Régimen de Prima Media o RPM), y el sistema privado de capitalización individual, o Pilar Dos (Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad o RAIS). La falta de complementariedad entre ambos esquemas genera consecuencias perversas sobre el sistema en términos de cobertura en un mercado laboral segmentado como el colombiano, y elimina las ventajas de contar con un sistema de pensiones multipilar escalonado.

La competencia entre los esquemas público y privado es consecuencia del hecho de que los afiliados puedan escoger entre los dos regímenes, y luego tengan la posibilidad de trasladarse de un régimen a otro cada 5 años, hasta diez años antes de alcanzar la edad de pensión. Esta libertad otorgada a los afiliados abre la puerta para hacer arbitraje entre los sistemas, dado que los usuarios pueden calcular qué esquema le otorga una pensión mayor y trasladarse de régimen. Bajo los esquemas actuales el arbitraje abre la posibilidad de apostar contra el fisco, si se tiene en cuenta que los contribuyentes de altos ingresos reciben subsidios más elevados por parte del esquema público. El hecho de que el traslado de un usuario desde el RAIS al RPM sea consecuencia de una decisión racional muestra hasta qué punto el sistema presenta errores de diseño.

Otra de las consecuencias de la falta de complementariedad entre los regímenes del sistema pensional es la restricción estructural a la cobertura de la población trabajadora, que afecta por igual tanto al RPM como al RAIS. En efecto, al competir ambos esquemas por los individuos del mismo sector de la población (trabajadores formales con afiliación a pensiones), dejan por fuera del acceso a la protección a la vejez a una proporción muy importante del mercado laboral caracterizada por la

informalidad y bajos ingresos, población que el sistema pensional colombiano es incapaz de cubrir. Aunque se han desarrollado mecanismos de compensación como los programas del Pilar Cero y el pilar intermedio de los BEPS, la gran perjudicada por el esquema actual es la población situada entre los más pobres (que hoy reciben beneficios no contributivos), y aquellos que no reciben ingresos suficientes para financiar una pensión contributiva. Estas personas cotizan de manera espontánea con base en un bajo salario, con una muy baja fidelidad, lo que les impide acceder a una pensión y recibir alguno de los dos tipos de benef

El presente capítulo se enfocará en hacer un análisis de los principales indicadores y variables que caracterizan el sistema de capitalización individual (RAIS) en Colombia. El capítulo está compuesto por cinco partes además de esta introducción. La primera sección analiza los beneficios otorgados y los requisitos exigidos a los beneficiarios del sistema pensional en el RAIS. La segunda parte continúa con los mecanismos de financiamiento de este régimen, La tercera estudia la normatividad de la administración del sistema y el rol del Estado. La cuarta sección se enfoca en los cálculos del impacto del sistema de capitalización tanto a nivel macroeconómico como financiero y la quinta hace un análisis de los problemas del manejo de los recursos financieros manejados en el RAIS, que son consecuencia en alto grado del diseño de la rentabilidad mínima y las comisiones que reciben las AFP por el manejo de los recursos.

## 4.1 Beneficios otorgados y requisitos exigidos en el RAIS

El valor de las prestaciones sociales en el RAIS se calcula a partir de los aportes hechos durante la etapa laboral, sumados a la rentabilidad obtenida durante el período de acumulación y, en los casos en los que aplica, al bono pensional<sup>9</sup>. Una vez se cumplen los requisitos para obtener una pensión del RAIS, el afiliado cuenta con tres modalidades de pensión: *a)* Renta Vitalicia, donde una Aseguradora calcula la senda actuarial del usuario y se encarga de los pagos mensuales hasta su fallecimiento; *b)* Retiro Programado, donde la misma Administradora del Fondo de Pensión (AFP) determina anualmente los beneficios pensionales a partir del saldo remanente en la cuenta individual, y *c)* un régimen mixto, donde hasta cierto punto el individuo recibe mensualidades a partir del retiro programado, para pasarse finalmente a la modalidad de renta vitalicia.

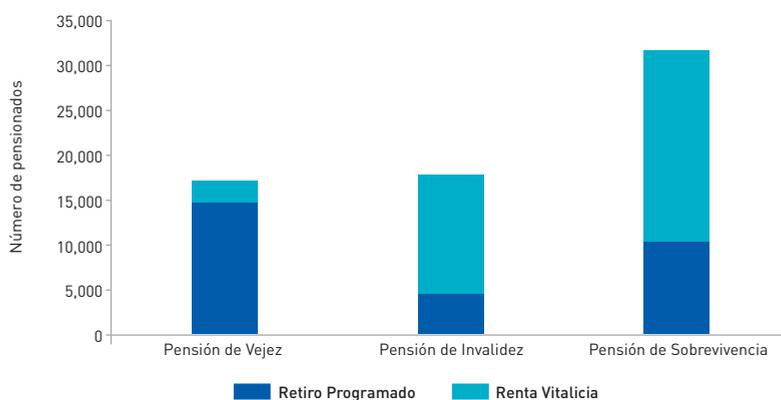
Como lo muestra el [Gráfico 12](#), la gran mayoría de pensionados por vejez del RAIS está en la opción de retiro programado; esta distribución es más equilibrada entre

9 Los bonos pensionales fueron emisiones de títulos de deuda pública cuyo objetivo era cubrir el diferencial existente entre las condiciones previstas en el nuevo sistema con respecto a los beneficios prometidos por el esquema existente. Hay cinco tipos de bonos, aunque una gran proporción corresponde a bonos Tipo A, que fueron expedidos para las personas que se quisieron trasladar desde el RPM al RAIS cuando se expidió la reforma de la Ley 100 de 1993.

retiro programado y renta vitalicia para los pensionados por invalidez y por supervivencia. El sistema de rentas vitalicias ha tenido un muy pobre desarrollo, en buena medida por falta de oferta de parte de las aseguradoras. Uno de los factores que ha hecho difícil el desarrollo de esas rentas vitalicias tiene que ver con la incertidumbre que genera el requisito de que ninguna pensión puede ser inferior al salario mínimo. En la medida en que no se conoce la evolución futura del salario mínimo en el momento de calcular la renta vitalicia, la Aseguradora termina asumiendo el riesgo de que una decisión política de aumentar fuertemente ese salario obligue a pagar pensiones superiores a aquellas estimadas con base en el saldo disponible en el momento de hacer los cálculos. Al ser este un riesgo imponderable, la solución que toma la Aseguradora es restringir el acceso a la oferta del plan de Renta Vitalicia a la población que va a recibir la mínima pensión, que es precisamente la que más necesita esta opción de suavización de riesgos.

**GRÁFICO 12**

Distribución jubilados del RAIS según modalidad de pensión (2013)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Dado que las prestaciones pensionales otorgadas por el RAIS fluctúan a partir de la rentabilidad del portafolio de inversión, la tasa de reemplazo de este régimen no es fija y termina dependiendo del ahorro realizado, la rentabilidad del portafolio y la expectativa de vida. Esta característica de un esquema de contribuciones definidas contrasta con el beneficio definido otorgado por el RPM, en donde la tasa de reemplazo se inicia en 65% del Ingreso Base de Liquidación (IBL), que es el salario promedio sobre el cual cotizó en los últimos 10 años. Como ya se mencionó, la forma tan disímil de calcular los beneficios pensionales hace muy difícil la existencia de un equilibrio prestacional entre ambos sistemas y es la principal causa de arbitraje por parte de los afiliados.

En cuanto a los requisitos exigidos para lograr una pensión, la gran diferencia entre los dos esquemas es que los afiliados al RAIS pueden reclamar su pensión en el mo-

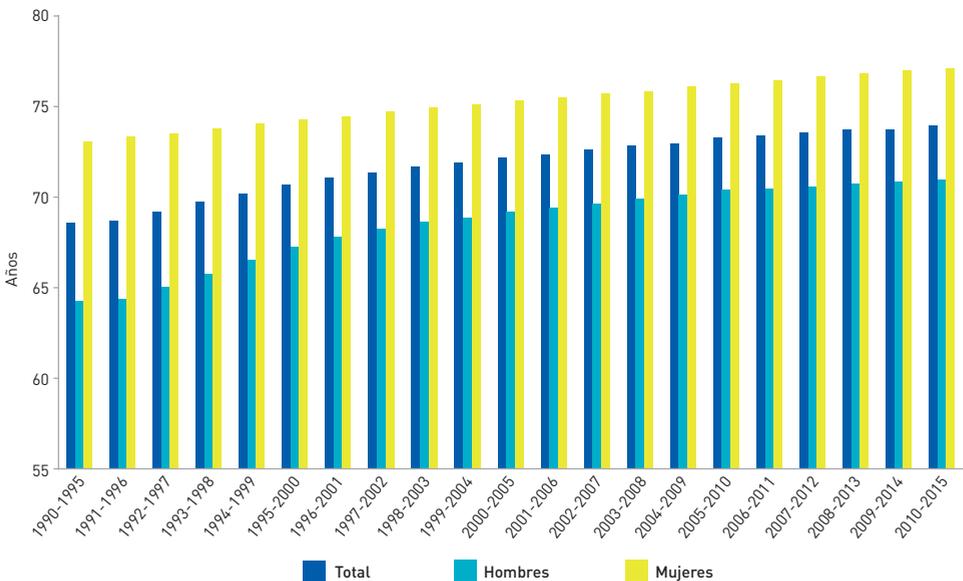
mento en que deseen, siempre y cuando el monto ahorrado en su cuenta personal permita obtener una pensión superior al 110% del salario mínimo. Por el contrario, a los usuarios del RPM sí se les exige un tiempo mínimo de cotización que en 2013 era de 1,250 semanas y aumentará en 25 semanas por año hasta alcanzar las 1,300 semanas en 2015 (lo que equivale a 25 años de cotizaciones), y una edad mínima para acceder a la pensión, de 62 años para los hombres y 57 años para las mujeres, relativamente baja a nivel internacional.

En realidad, estos límites a la edad mínima solo rigen desde 2014, dado que el ajuste de dos años (desde 55 años para las mujeres y 60 para los hombres) adoptado por la Ley 100 de 1993 preveía un régimen de transición de 20 años, y en las reformas hechas posteriormente en 2003 y 2005 no se contaba con una actualización de las tablas de vida (Santa María y Piraquive, 2013). Esto ilustra la lentitud de los ajustes a los parámetros del sistema: mientras se calcula que la expectativa de vida se incrementará entre 1995 y 2020 en 6 años para las mujeres y 8 años para los hombres (Gráfico 13, panel a), esto ha sido contrarrestado con un exiguu incremento de la edad de pensionarse en 2 años. Por otra parte, la necesidad del ajuste de los parámetros de edad se hace más evidente si se toma en cuenta la expectativa de vida al momento de la pensión, que para los hombres alcanza 83.3 años y para las mujeres 86.7 años; esto implica unos 21 años de etapa pasiva para los hombres y casi 30 años para las mujeres. Este desfase afecta las cuentas del sistema y, como ya se mencionó, ha sido compensado mediante condiciones más restrictivas de acceso a una pensión.

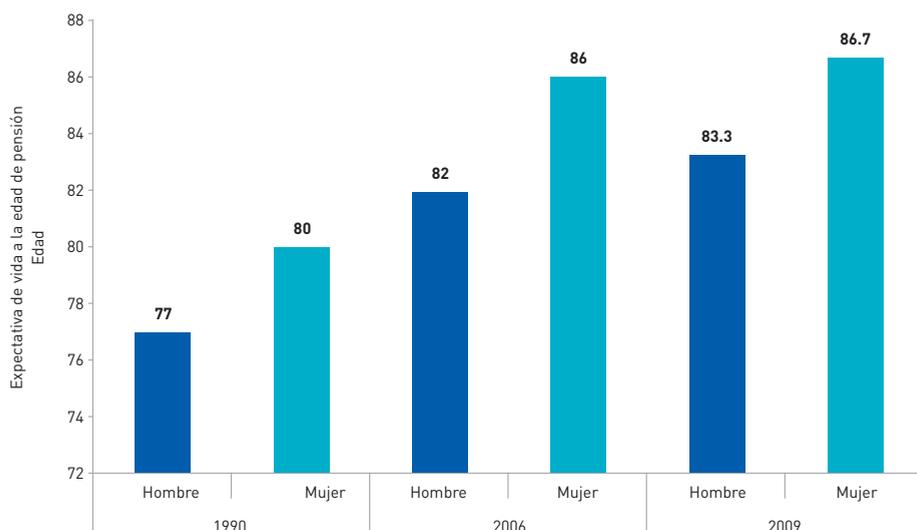
### GRÁFICO 13

Esperanza de vida al nacer (años) y expectativa de vida a la edad de pensión

#### a) Esperanza de vida al nacer (años)



## b) Expectativa de vida a la edad de pensión

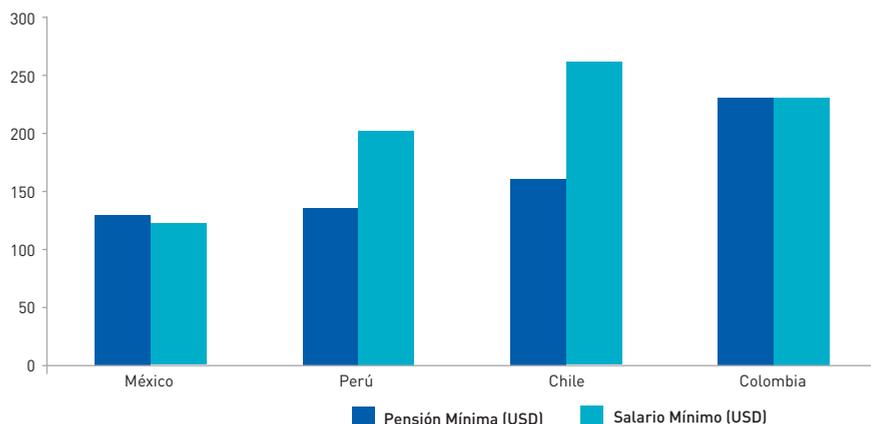


Fuentes: Ministerio del Trabajo, 2013. Fedesarrollo, 2010.

En términos del nivel mínimo de las prestaciones pensionales, la principal restricción viene dada a nivel constitucional, dado que el Artículo 48 de la Constitución Política de 1991 determina que la pensión mínima no debe ser inferior al salario mínimo legal. A nivel internacional, el nivel de pensión mínima de Colombia es alto (Gráfico 14), y puede seguir aumentando si se tiene en cuenta que en las últimas dos décadas el salario mínimo ha crecido sistemáticamente por encima de la productividad laboral. De acuerdo con el Ministerio del Trabajo, durante las últimas dos décadas del siglo pasado la pensión mínima se mantuvo en un nivel estable, alrededor de USD 100-150, pero desde el 2004 comenzó a aumentar y superaba los USD 300 para 2013.

### GRÁFICO 14

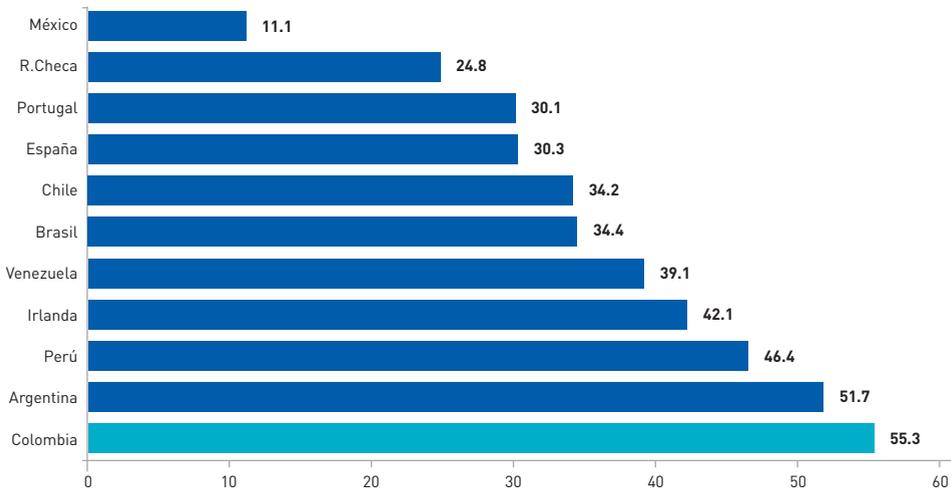
Comparación entre salario mínimo y pensión mínima en LatAm (2006)



Fuente: Téllez *et al.* (2009).

Esto es muy grave en una economía que, como la colombiana, cuenta con una proporción muy alta de la población que no alcanza a ganar el salario mínimo, al ser éste muy alto con respecto al ingreso per cápita. Según datos de Fedesarrollo (2012), el nivel absoluto del salario mínimo ajustado por paridad de poder adquisitivo, es mucho mayor en Colombia que en países como México, Perú y Uruguay. De hecho, en una comparación internacional de la relación entre salario mínimo y el salario medio, Colombia ocupa el primer lugar<sup>10</sup> (Gráfico 15). En 2009 el salario mínimo representaba algo más del 55% del salario medio mientras en Brasil y en México representaba 34.4% y 11.1%, respectivamente. Este problema se agrava considerablemente para las zonas rurales, donde los ingresos promedio son particularmente bajos y la informalidad es mayor, lo cual hace que la cobertura del sistema pensional sea casi nula. De hecho, el 93.6% de los pensionados residen en zonas urbanas.

**GRÁFICO 15**  
Salario mínimo como porcentaje del salario medio



Fuente: Informe Nacional de Competitividad, 2011-2012, en base a datos de OIT y FMI (2009).

## 4.2 Financiamiento

Bajo el esquema de capitalización del RAIS, los fondos de ahorro individual se financian solamente con los aportes efectuados por el afiliado y el empleador (75% el empleador y 25% el afiliado), más los rendimientos generados en el mercado de capitales. Para los afiliados independientes, el trabajador asume el 100% de los aportes. Dado el diseño del sistema, autofinanciado por construcción, el Estado no ofrece

<sup>10</sup> Una comparación a nivel regional interesante de la distribución de los salarios de la población con respecto al salario mínimo puede encontrarse en Kristensen y Cunningham (2006).

ningún financiamiento adicional a las cuentas de ahorro individual. La función de las AFP, por lo tanto, es la de administrar los aportes de los afiliados, los cuales son equivalentes al 16% del Ingreso Base de Cotización (IBC), y que se distribuyen de la siguiente forma: 11.5 puntos porcentuales se dirigen a la cuenta de ahorro individual, 3 puntos financian el seguro previsional y los gastos de administración de las AFP<sup>11</sup>, y el 1.5% restante se destina al Fondo de Garantía de Pensión Mínima. En este sentido, la comisión que recibe la AFP está estipulada como un porcentaje fijo sobre los ahorros del afiliado, de tal forma que es independiente de la rentabilidad obtenida por el manejo de dichos ahorros; las consecuencias de este diseño de la comisión sobre los incentivos de las AFP serán estudiadas con más detalle en la sección 5 de este capítulo.

No obstante, es importante señalar que en algunos casos la pensión obligatoria en el RAIS también se nutre de los subsidios creados por ley. En el Artículo 65 de la Ley 100 de 1993 se establece que los afiliados que no hayan alcanzado a generar la pensión mínima, y hubiesen cotizado por lo menos 1,150 semanas, tendrán derecho a que se les complete el monto que haga falta para obtener dicha pensión mínima. Es decir, a pesar de que en el RAIS no hay requisito de edad para poderse pensionar, para poder acceder a la garantía de pensión mínima en el caso que no le alcance el ahorro para pensionarse, el individuo sí necesita cumplir 1,150 semanas de cotización, equivalentes a un poco más de 22 años. El monto faltante se financia con el Fondo de Garantía de Pensión Mínima (FGPM), que es un fondo que existe en el RAIS exclusivamente para este fin, y que es financiado con 1.5 puntos porcentuales de las cotizaciones de todos los afiliados.

Vale la pena anotar que las contribuciones para el FGPM implican que una porción de las cotizaciones para pensiones en el RAIS se convierten efectivamente en impuestos indirectos, más que en ahorros individuales para la vejez. Aunque su propósito es redistributivo, al estar previsto que los recursos se destinen al FGPM, su impacto efectivo puede no serlo, al menos por dos razones. En primer lugar, porque al tratarse de impuestos sobre la nómina que encarecen la contratación de mano de obra, sus efectos no deseados pueden ser el aumento del desempleo y la informalidad, fenómenos con lo cual se reduce de paso la probabilidad de los trabajadores de obtener una pensión al final de sus vidas laborales. En segundo lugar, porque los ingresos base de cotización para pensiones tienen un tope, equivalente a 20 salarios mínimos, lo cual implica que el impuesto correspondiente es pagado en porcentajes menores del ingreso laboral por parte de los trabajadores que ganan más que dicho tope. En estas circunstancias, cabe plantear la conveniencia de financiar el FGPM con impuestos generales, más progresivos y menos distorsio-

---

11 El seguro previsional es un mecanismo para cubrir a los afiliados de las AFP frente a los riesgos de invalidez y a sus dependientes en caso de fallecimiento. De acuerdo con la Ley 100 de 1993, las AFP deben contratar ese seguro con compañías aseguradoras debidamente autorizadas para ello por la Superintendencia Financiera. También existen otras comisiones que cobran las AFP. Una comisión por administración de recursos de afiliados cesantes (4.5% del rendimiento mensual), y una comisión por traslados de afiliados (1% del IBC del último recaudo).

nantes, en lugar de hacerlo mediante cotizaciones adicionales que en la práctica constituyen impuestos a la nómina.

Mientras los salarios más altos, al estar por encima del tope de los 20 salarios mínimos, tienen en la práctica menores porcentajes de cotización y de aporte al FGPM, los salarios más bajos pagan plenamente ese aporte y tienen mayores probabilidades de no cumplir las condiciones requeridas para obtener una pensión y, por tanto, de no poder beneficiarse de dicho FGPM. Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia, el 75% de los afiliados al RAIS cotizan por debajo de 2 salarios mínimos mensuales (SMM). Un 11% cotizan entre 2 y 4 SMM, 5% de ellos entre 4 y 7 SMM y tan solo el 8% por encima de 7 SMM. Según Schutt (2011), el hecho de que tres cuartas partes de los individuos coticen menos de 2 SMM, ha generado que en este segmento de ingreso se presenten altas tasas de devoluciones de saldos en el RAIS porque las personas no tienen el capital necesario para pensionarse con una mesada igual a un salario mínimo y no pueden acceder al FGPM por no cumplir los requisitos de edad y de semanas cotizadas<sup>12</sup>.

### 4.3 Aspectos regulatorios y estructura del mercado

A diferencia de lo que sucede en otros países, en los que la supervisión de las AFP se encuentra en cabeza de una entidad especializada, en Colombia el ente designado por el Estado para supervisar a las AFP es la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que de acuerdo con el Decreto 663 de 1993 y la Ley 964 de 2005 es el encargado de la inspección, vigilancia y control sobre todas las entidades que realicen actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y cualquier otra relacionada con el manejo y captación de recursos del público. Adicionalmente, la Superintendencia de Industria y Comercio tiene funciones de protección de la competencia y de control sobre políticas monopólicas y/o prácticas desleales entre AFP. Por otra parte, las normas de regulación financiera son expedidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que desde 2012 tiene como apoyo para ese propósito una dependencia especial llamada Unidad de Proyección Normativa y Regulación Financiera, en la cual se realizan análisis de las estructuras contractuales y del régimen de inversiones de las AFP, con el objetivo de elaborar propuestas encaminadas a impulsar un mejor funcionamiento del RAIS.

La regulación de las AFP tiene múltiples aspectos, entre los cuales se destacan, por un lado, los relacionados con el régimen de inversiones y, por otro, las normas sobre

---

12 Según datos de Asofondos, para el 2009 el 68.3% de las devoluciones de saldos correspondían a personas que cotizaron con un Ingreso Base de Cotización (IBC) entre 1 y 2 SMM, lo que confirma que son precisamente las personas de bajos ingresos las más perjudicadas por los altos requisitos para acceder a una pensión mínima.

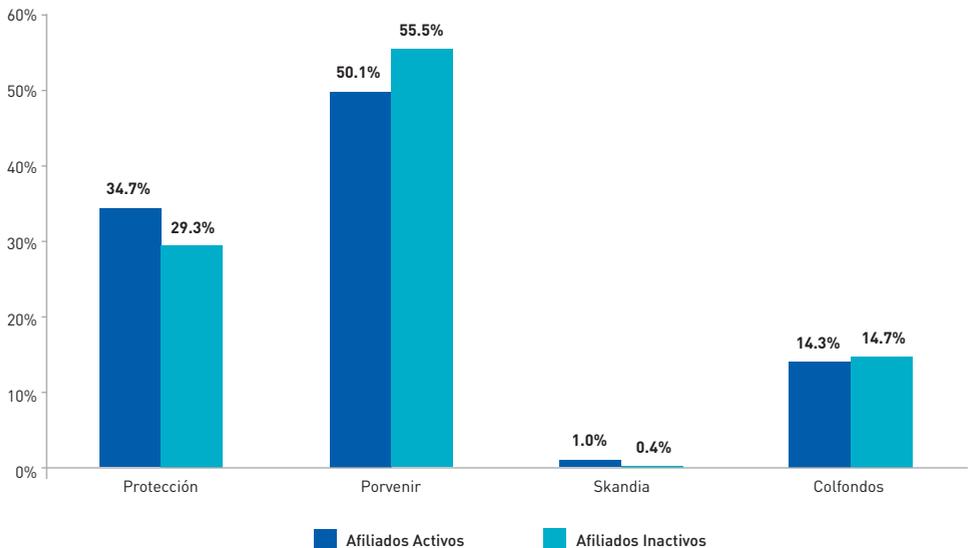
rentabilidad mínima que deben garantizar las administradoras a los afiliados, En lo que se refiere al régimen de inversiones, la SFC lleva el control sobre los activos en los cuales las AFP pueden invertir y los límites máximos de cada una de dichas inversiones. En términos de rentabilidad mínima, las normas establecen que las AFP deben asegurar un rendimiento mínimo de los fondos de pensiones obligatorias, con el fin de mitigar los efectos adversos de rendimientos insuficientes para financiar las pensiones. Las implicaciones paradójicas de esta norma en un contexto en que las administradoras no reciben remuneración asociada a los rendimientos de los fondos que manejan serán discutidas en la quinta sección.

Cabe mencionar acá que las sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que administran los recursos del RAIS, son entidades 100% de capital privado y deben estar debidamente constituidas y autorizadas por la SFC<sup>13</sup>. En un principio existían siete AFP pero debido a fusiones entre ellas este número se ha reducido a cuatro en la actualidad: Protección, Porvenir, Skandia y Colfondos. Según datos de la SFC a 2014, el 50% de los 6,300,000 afiliados activos pertenecen a la AFP Porvenir. Por el lado de los cotizantes, en el país se cuentan alrededor de 3,700,000 cotizantes activos, de los cuales 49% pertenecen a la AFP Protección<sup>14</sup> (Gráfico 16).

**GRÁFICO 16**

Participaciones según afiliados y cotizantes

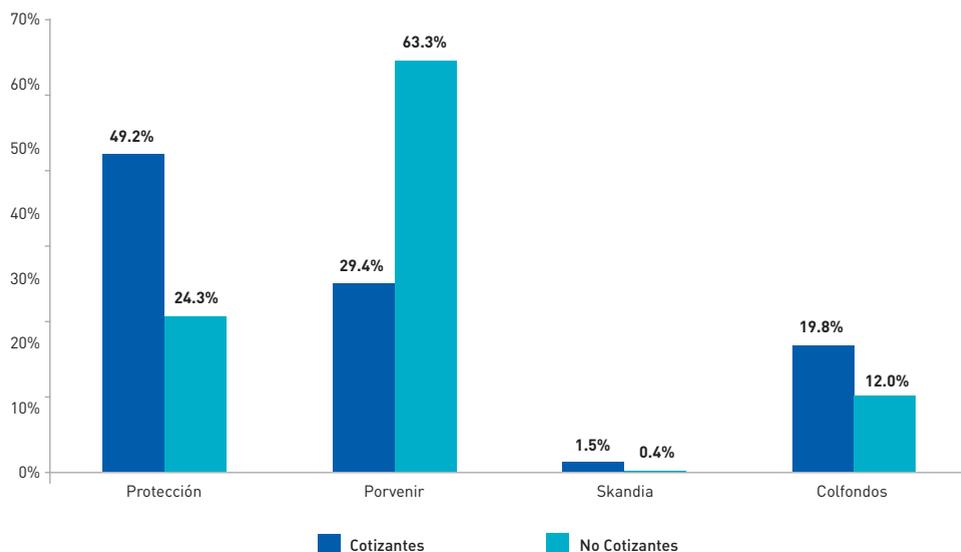
a) Participaciones de la AFP según afiliados



13 En el Decreto 1797 de 1999 quedó estipulado que una entidad privada puede prestar los servicios de administración de fondo de pensiones obligatorias siempre que cumpla de antemano las condiciones de idoneidad a juicio de la Superintendencia Financiera y el requerimiento de margen de solvencia. Este margen se define como un límite a que los activos administrados por la AFP no pueden ser mayor a 48 veces su patrimonio técnico.

14 Según datos de la Superintendencia en el país hay 5 millones 7 cientos mil afiliados inactivos.

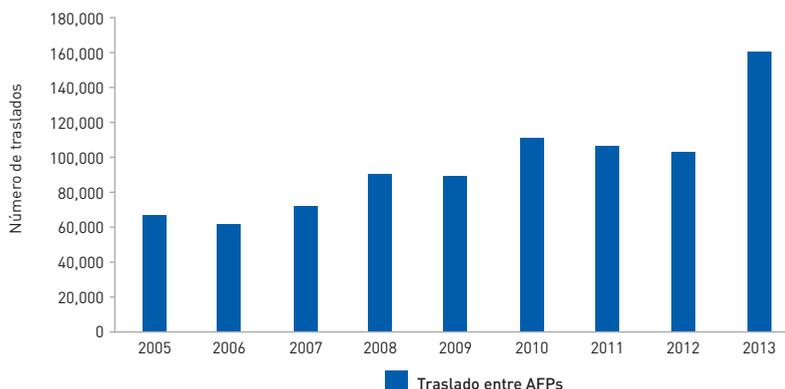
## b) Participaciones de la AFP según cotizantes



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos Fedesarrollo.

Según la Ley 100 de 1993, cualquier colombiano que devengue al menos un salario mínimo tiene el derecho a escoger libremente y ser aceptado en cualquiera de las AFP. La afiliación es permanente y la calidad de afiliado a la AFP no se pierde por dejar de cotizar uno o varios períodos. Además, el Decreto 692 de 1994 estipuló que el afiliado puede trasladarse libremente entre AFP. Según datos de la Superfinanciera (2014), el promedio anual de traslados entre AFP, entre 2005 y 2013 fue de alrededor de 93 mil personas, cifra que representa alrededor del 0.7% del total de afiliados en el RAIS (Gráfico 17).

**GRÁFICO 17**  
Traslados entre AFP



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014).

## 4.4 Impacto económico del sistema de capitalización

Esta sección analiza las inversiones hechas por las Administradoras de Fondos de Pensiones desde dos perspectivas: el impacto a nivel macroeconómico que ha tenido el nuevo sistema sobre los indicadores agregados de ahorro e inversión de la economía colombiana, y la importancia del ahorro manejado por las AFP en el crecimiento del mercado de capitales doméstico.

Para analizar el impacto macroeconómico que ha tenido la creación del régimen de capitalización individual, seguiremos lo expuesto por Villar, Malagón, Vaca y Ruiz (2013). Para hacer la evaluación del efecto sobre el ahorro agregado de la economía, los autores calculan el impacto de los cuatro canales de transmisión del sistema pensional sobre la economía identificados por Corbo *et al.* (2003). En primer lugar, la creación de un régimen privado incrementa el déficit contable del gobierno debido a la reducción de las cotizaciones al régimen público y al reconocimiento de la deuda implícita adquirida con los cotizantes que cambian al régimen de ahorro individual<sup>15</sup>; segundo, incrementa el ahorro privado a través de las cotizaciones obligatorias al sistema pensional; tercero, reduce el ahorro voluntario de los hogares como consecuencia del mayor ahorro obligatorio, y cuarto y último, puede generar una respuesta compensatoria del sector privado al mayor déficit público (Equivalencia Ricardiana).

Los autores encuentran que el impacto positivo del sistema pensional sobre el ahorro agregado de la economía colombiana fue de 1.5% del PIB anual, un nuevo ahorro obligatorio de 2.5% del PIB, y una compensación del ahorro voluntario de los hogares de 0.6% del PIB a la que se sumó un mayor déficit público de 0.38% del PIB; los efectos de la Equivalencia Ricardiana se consideran como estadísticamente despreciables para Colombia. A través de un análisis econométrico, Villar *et al.* (2013) encuentran que este incremento de 1.5% del PIB en el ahorro se reflejó en un aumento de 1.25% sobre la inversión, lo que en última instancia terminó impulsando el crecimiento de la economía en 0.22 puntos porcentuales anuales por la vía del aumento del ahorro y la inversión.

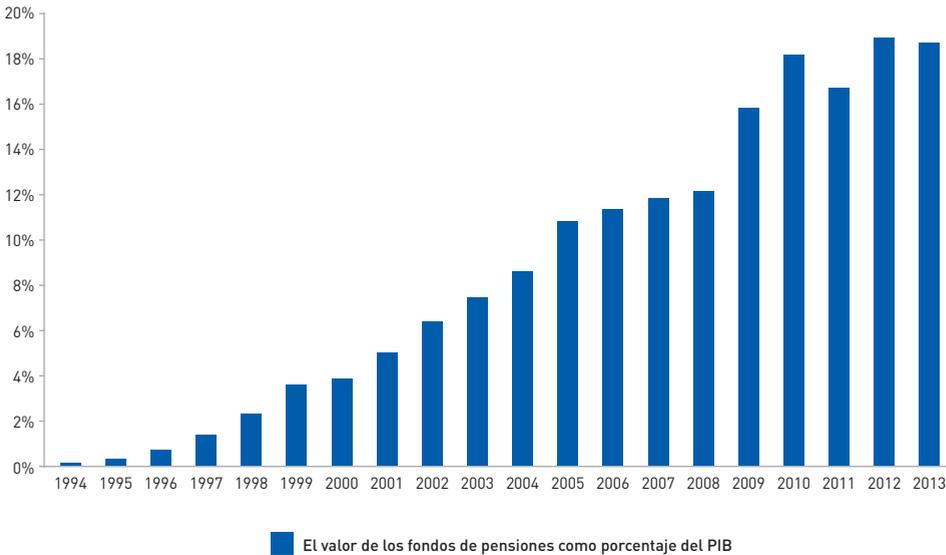
Un quinto canal a través del cual se afectó el crecimiento económico colombiano como consecuencia de la reforma pensional tiene que ver con el impulso a la productividad, inducido por el desarrollo del mercado de capitales. A nivel financiero, la reforma al sistema pensional ha generado un importante impulso al mercado de capitales y ha mejorado la profundización financiera. Esto se puede observar en el comportamiento del valor de los fondos de pensiones, que han experimentado un continuo crecimiento, desde 3.8% del PIB en 2000 a 18.7% del PIB en 2013 [Gráfico 18]. Por otra parte, el mayor flujo de capitales y de inversiones por parte de las AFP ha contribuido de manera fundamental a los esfuerzos de actualización y mejora del mercado de capitales domés-

15 Se calcula que el impacto fiscal bruto de la transición alcanzó cerca de 1% del PIB anual en la primera década del siglo XXI, una cifra mucho menor a la de países como Chile (3.4% del PIB), debido a que la transición es más suave en los países que adoptaron un esquema dual.

tico, entre los que se encuentran el gran crecimiento del mercado de deuda pública interna, el desarrollo del mercado de derivados, el surgimiento de titularizaciones para el financiamiento hipotecario, la creación de un mercado de bonos de deuda privada, y la consolidación de la bolsa de valores de carácter nacional como una alternativa para los inversionistas locales y extranjeros, la cual ha avanzado además en la integración operativa con las bolsas de los países de la Alianza del Pacífico a través del MILA. Se espera además que a través del mercado de capitales aumente la disponibilidad de recursos de los fondos de pensiones para la financiación de proyectos de infraestructura en el futuro, algo para lo cual se han empezado a crear los instrumentos financieros y coberturas de riesgo requeridas. El impacto sobre el crecimiento anual del PIB a través de este canal se estima en Villar *et al.* (2013) en 0.36 puntos porcentuales del PIB. Sumado al impacto mencionado en el párrafo anterior, esto implica que en un escenario base el impacto total sobre el crecimiento anual podría haber sido del orden de 0,58 puntos porcentuales. Esta cifra no incluye ningún estimativo del efecto que pudo tener la reforma sobre el funcionamiento del mercado laboral, algo que hace parte de la metodología propuesta por Corbo *et al.* (2003) pero que, como se argumenta en Villar *et al.* (2013) resulta imposible de estimar en el caso colomb

**GRÁFICO 18**

Valor de los fondos de pensiones como porcentaje del PIB



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE.

## 4.5 Eficiencia e incentivos desalineados en el manejo de los recursos del RAIS

---

Actualmente el portafolio de inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones tiene notorios problemas de eficiencia, consecuencia principalmente de deficiencias en el diseño regulatorio. La presente sección pretende mostrar cómo el cálculo de la rentabilidad mínima y el diseño actual de las comisiones de las AFP genera estímulos inadecuados para la construcción de los portafolios. La primera subsección comienza con la descripción del cálculo de la rentabilidad mínima y las comisiones. Posteriormente, pasamos al tema específico de la eficiencia de los portafolios y de los incentivos para maximizar la relación rentabilidad-riesgo de las inversiones. En la tercera subsección nos referimos a los riesgos que conlleva la regulación actual de inducir comportamientos de manada entre las AFP y finalmente, en la cuarta subsección se analiza el resultado del Decreto 2373 de 2010, que obliga a la construcción de tres perfiles de inversión dependiendo de la aversión al riesgo del afiliado.

### 4.5.1 El cálculo de la rentabilidad mínima y las comisiones

La Ley 100 de 1993 estableció que las Administradoras de Fondos de Pensiones en el RAIS tendrían una rentabilidad mínima regulada por las autoridades y que sería responsabilidad plena de dichas administradoras el garantizar su cumplimiento. Esto significa que aquella que no alcance a satisfacer la rentabilidad mínima deberá cubrir la diferencia con una reserva de estabilización<sup>16</sup> y si esta fuese insuficiente deberá recurrir al uso de otros componentes del patrimonio. La regulación actual estipula que la rentabilidad mínima se calcula sobre ventanas móviles de 3, 4 y 5 años, según el tipo de fondo (conservador, moderado o de mayor riesgo). El cálculo de la rentabilidad mínima establecida por la SFC tiene como *benchmark* una mezcla entre la rentabilidad promedio de la propia industria y la rentabilidad de un portafolio de referencia, compuesto por índices de renta variable local e internacional, por un índice de renta fija internacional y por un portafolio sintético de renta fija local. Aunque la fórmula incluye estos marcos de referencia de corto y largo plazo, dentro del cálculo de la rentabilidad mínima el componente principal está en función de la rentabilidad del promedio de todas las AFP<sup>17</sup>. Como se verá más adelante, esta estructura regulatoria en un contexto de pocos administradores (cuatro AFP), termina por desestimular en cada administrador las inversiones en activos diferentes a los que tienen los demás y promueven inversiones que no necesariamente coinciden con las que maximizan la relación rentabilidad-riesgo. Estos efectos perversos de la regulación son más fuertes cuanto más cercana sea la rentabilidad mínima que se establece en la regulación a la rentabilidad promedio del sistema.

---

16 En el Decreto 721 de 1994 se estableció que el monto mínimo de la reserva de estabilización es el 1% del valor total del fondo de pensiones. Esa reserva hace parte del patrimonio de las AFP.

17 La fórmula completa se encuentra en el Decreto 2555 de 2010.

En cuanto a las ganancias de las AFP, como se mencionó anteriormente, la comisión por el manejo de los recursos del RAIS se calcula como un porcentaje sobre los aportes de los afiliados. Este sistema contractual de comisión puede ser el ideal durante la etapa inicial del sistema, en el que el saldo de los fondos era muy reducido y una comisión variable podría ser insuficiente para cubrir los costos iniciales de operación de las AFP (Martínez y Murcia, 2008). Sin embargo, hoy en día la ausencia de estímulos contractuales a obtener rentabilidades más altas en un contexto en que, como hemos visto, sí existen costos importantes para los administradores asociados a rentabilidades inferiores a la mínima, puede implicar efectos perversos sobre la eficiencia del manejo del ahorro de los afiliados al sistema, generando portafolios con niveles de rentabilidad y riesgo inferiores a los óptimos.

#### 4.5.2 Alineación de incentivos, eficiencia y rentabilidad de los portafolios

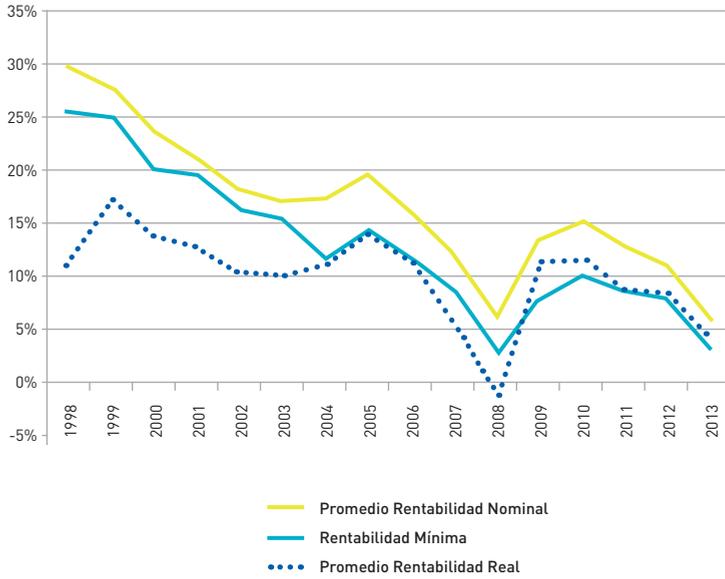
De esta manera, en el RAIS se genera una asimetría de incentivos, dado que la regulación garantiza una rentabilidad mínima que depende del mismo comportamiento de las demás AFP, al mismo tiempo que asigna una comisión fija independiente de los resultados del portafolio (Betancourt, 2008, p.19). El mal diseño termina impidiendo la alineación de incentivos entre las AFP y los afiliados al RAIS: cuando una AFP no logra el nivel mínimo de rentabilidad, tiene la obligación de responder con sus propios recursos a los afiliados; este riesgo a la baja no se ve compensado con incentivos para actuar en forma activa, diferenciándose del resto de administradoras de la industria en la búsqueda de mayores retornos, los cuales irían en 100% para los afiliados y en ningún caso para la AFP.

Las consecuencias de este esquema regulatorio se observan en el [Gráfico 19](#). En el panel a) se muestra el promedio de la rentabilidad de las AFP comparado con la rentabilidad mínima; como se ve, la rentabilidad promedio es muy cercana a la mínima. En el Panel B se observa cómo la comisión de las Administradoras de los Fondos se estabiliza alrededor del 1.4% del ingreso base de cotización, una vez se deducen los pagos de seguros. Como se mencionó anteriormente, la comisión total para seguros y administración (y la eventual cobertura de la rentabilidad mínima) está regulada por ley en un tope de 3% de los aportes.

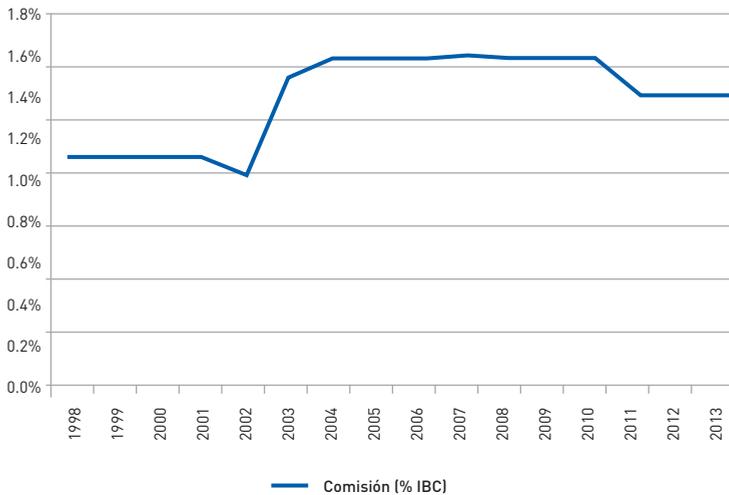
## GRÁFICO 19

Evolución de rentabilidad AFP, rentabilidad mínima y comisiones

### a) Rentabilidad promedio AFP y rentabilidad mínima



### b) Evolución de la comisión de las AFP con respecto al IBC



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos de Fedesarrollo

Un portafolio es eficiente, en términos teóricos, cuando logra minimizar el riesgo no sistemático a través de la diversificación, lo que genera efectos positivos en los retornos esperados. Este principio lo incumple el sistema de inversiones del RAIS

como consecuencia de los errores de diseño de la regulación. La ineficiencia de los fondos de pensiones es un problema que puede tener consecuencias graves en el largo plazo, en particular sobre el monto de las prestaciones: una reducción promedio de 1% en la rentabilidad anual de una cuenta de ahorro individual durante la vida laboral de un individuo disminuye el monto de su pensión en aproximadamente 30% (Jara, 2006).

Estudios como el de Betancourt (2008) concluyen que los incentivos que operan en el sistema actual para las AFP, en vez de inducirlos a maximizar la rentabilidad de los recursos de los afiliados por unidad de riesgo, pueden reducir de manera significativa la eficiencia de los portafolios. Gómez *et al* (2005) demuestran, a través de un modelo de frontera eficiente de Markowitz<sup>18</sup>, que en Colombia la regulación de la rentabilidad mínima puede explicar la existencia de portafolios ineficientes de los fondos de pensiones.

Por otra parte, la ineficiencia que genera el esquema regulatorio en la distribución de las inversiones puede hacer que éstas sean más sensibles a los ciclos económicos y financieros. De hecho, en el país existe una elevada concentración en inversiones de emisores locales por lo cual cualquier choque interno puede desvalorizar fácilmente el valor del ahorro de los afiliados del RAIS. Gómez *et al.*(2005), encuentran que la falta de diversificación en activos externos es una de las principales causantes de inversiones ineficientes en las AFP en el país. Estos autores muestran que una posible justificación del comportamiento ineficiente de la AFP en Colombia se puede encontrar en el hecho de que los ingresos mensuales de las AFP provienen del cobro de comisiones a los afiliados sobre sus aportes y no de comisiones por resultados.

#### 4.5.3 Diferenciación de los portafolios y “Efecto Manada”

El segundo problema del sistema de inversiones actual del RAIS es que el cálculo de la rentabilidad mínima penaliza, de forma indirecta, la diferenciación de los portafolios entre las AFP. El alto peso de la rentabilidad promedio del sistema, unido con el bajo número y la alta concentración de las cuatro Administradoras, hacen que la rentabilidad mínima fluctúe con la rentabilidad de las dos principales AFP. Hoy en día una sola AFP puede determinar casi un 33% de la rentabilidad promedio del sistema, la cual es la variable más importante para la definición de la rentabilidad mínima (Escudero, 2008). Esto genera un comportamiento de manada en las acciones de las AFP restantes.

Teóricamente el efecto manada no es una situación que se refiera exclusivamente a los sistemas de pensiones privados con rentabilidad mínima, sino que se puede presentar en situaciones cuando existe un *Benchmark* exógeno que es compartido

---

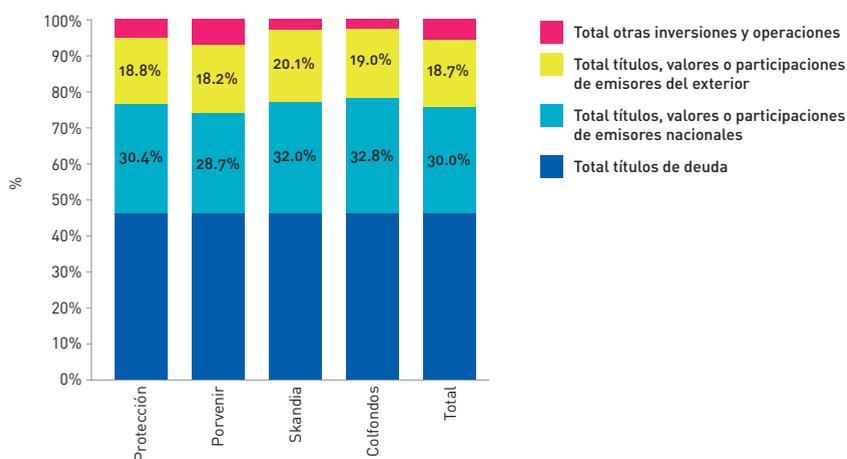
18 Teóricamente, un portafolio ineficiente presenta dos hechos: a) que existe un portafolio óptimo que tiene un rendimiento esperado más alto y riesgo menor o igual al actual, o b) que exista un portafolio con un rendimiento esperado igual y con un nivel de riesgo inferior.

por varios administradores de fondos de inversiones institucionales, y cada administrador replica ese mismo *Benchmark*, generando un comportamiento de manada. Para el caso del RAIS en Colombia significa que, en conjunto, las AFP realizan transacciones similares de compra y venta de títulos, por lo que mantienen portafolios muy parecidos<sup>19</sup>.

En gran parte este comportamiento se debe a que se mantiene un gran porcentaje de la cartera de inversiones con horizonte a largo plazo, tratando de replicar los índices, posiblemente preestablecidos, para evitar rendimientos que sean inconsistentes con la evolución de los mismos. Esto se puede observar en el [Gráfico 20](#), que muestra cómo la composición de los portafolios de inversión es muy similar entre las cuatro administradoras de fondos. Un problema con los comportamientos de manada que están implícitos en esta situación, dada la gran importancia que tienen los fondos de pensiones en el mercado de capitales de un país como Colombia, es que los precios de los activos pueden volverse endógenos a los movimientos en su demanda por parte de dichos fondos, generando ciclos eventualmente desestabilizadores. Así, por ejemplo, la venta de un determinado tipo de activo por parte de las AFP, en la medida en que tiende a darse simultáneamente por parte de todas ellas, tiende a generar caídas en su precio más allá de lo que dictarían los determinantes fundamentales del precio de ese activo, generando riesgos sistémicos indeseables.

**GRÁFICO 20**

Composición de los portafolios entre las 4 AFP (portafolio moderado)



Fuente: Fedesarrollo

19 Aunque no se ha investigado este problema a nivel empírico, trabajos como el de Suárez (2007) han logrado aproximarse a nivel teórico al escenario en el que la garantía de rentabilidad mínima condiciona la construcción de portafolios similares, porque los gestores no toman el riesgo de diferenciarse para evitar perder capital.

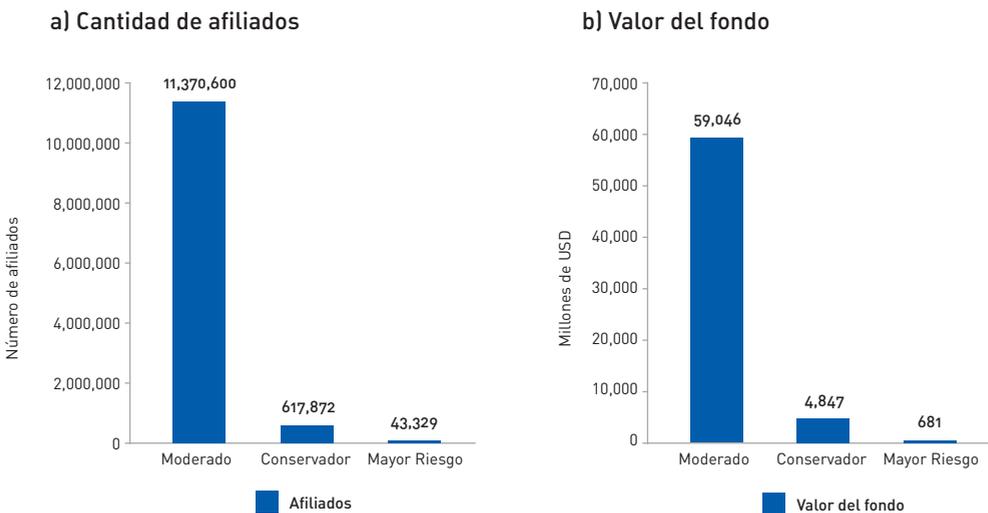
#### 4.5.4 Decreto 2373 de 2010: Creación de los perfiles de inversión

En un intento por generar mayor diversificación de los portafolios, en 2009 la Superintendencia Financiera cambió el marco legal del régimen de inversiones de la AFP a un sistema de portafolios que estableciera diferentes alternativas dependiendo del perfil de riesgo y la edad de los afiliados. Esto llevó a que el Estado, a través del Decreto 2373 de 2010, definiera la implementación de tres portafolios de inversión, para cuya configuración deben consultar la edad y el perfil de riesgo de cada aportante. Estos tres portafolios son: Conservador, Moderado y Mayor riesgo. Los parámetros de cálculo de la rentabilidad mínima varían según el tipo de portafolio.

A pesar de que este cambio en la regulación le dio a los usuarios la oportunidad de elegir entre distintos tipos de portafolio, las cifras muestran que hasta el momento ellos no han usado esta capacidad de elección. Como lo muestra el [Gráfico 21](#), la gran mayoría de afiliados al RAIS están asociados al portafolio Moderado, lo que muestra la baja transición que han tenido los usuarios hacia otras opciones de inversión.

**GRÁFICO 21**

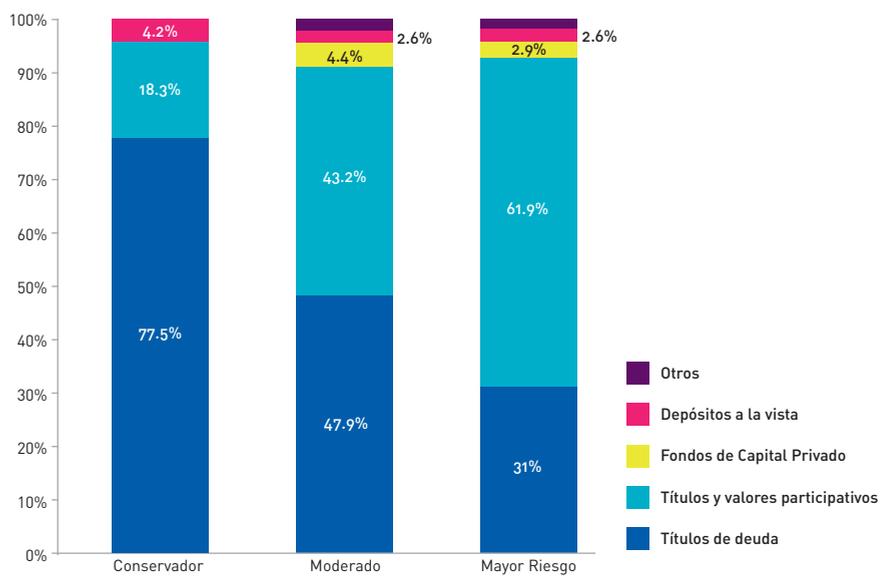
Distribución de afiliados y fondos entre perfiles de inversión



Por otra parte, es importante anotar que los portafolios siguen concentrados en el perfil moderado y en inversiones de emisores locales, lo que ha despertado preocupación sobre el grado de diversificación de los fondos y su capacidad para absorber un choque interno de la economía ([Gráfico 22](#)). Por lo tanto, se puede concluir que, a pesar de que la creación de los perfiles de inversión representa un paso regulatorio en la dirección correcta, ha tenido un impacto muy leve sobre la composición real del portafolio de inversiones de las AFP, por lo que tendrían que ser revisados los incentivos, tanto de los usuarios como de las administradoras, para avanzar efectivamente en la diversificación de la inversión del sistema.

## GRÁFICO 22

Composición del portafolio de acuerdo con el perfil de riesgo de los afiliados (2014)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

## 5. Pilar Tres de pensiones voluntarias

---

En Colombia, el Ahorro Pensional Voluntario (APV) se creó en 1987 a través del Decreto 2513. Originalmente, los administradores de los fondos podían ser las compañías de seguros y los bancos, a través de su sección fiduciaria; posteriormente, en 1993, esta función fue extendida a las AFP. Con la creación de este pilar se abrió la posibilidad de que los afiliados al régimen de pensiones puedan, periódica o eventualmente, cotizar montos adicionales a los límites de pensión obligatorios establecidos en la Ley 100 de 1993 y la Ley 797 de 2003. El objetivo de este pilar es poder incrementar los saldos de las cuentas de ahorro individual, ya sea para tener una pensión mayor o para una jubilación anticipada.

El presente capítulo hace un breve análisis de las principales características del Pilar de Ahorro Voluntario colombiano. En la primera sección se mencionan las cifras generales; en la segunda, se describe la institucionalidad y la regulación del sistema, así como de las gabelas tributarias creadas para fomentar la afiliación. En la última parte, se estudian los resultados financieros del sistema y las diferencias existentes con el Pilar Dos del RAIS.

### 5.1. Características generales del pilar voluntario

---

En 2013, cerca de 700.000 personas estaban afiliadas al sistema, lo que equivale a un 10% del total de cotizantes del sistema de pensiones obligatorias. Como se puede observar en el panel a) del [Gráfico 23](#), la cifra de afiliados ha venido en constante aumento, pero sigue siendo marginal. En efecto, pasó de ser menos del 1% de los ocupados en 2001 al 3.2% en 2013. Fuentes (2010) hace una caracterización completa de los afiliados al pilar de ahorro voluntario, encontrando que el 74.4% son trabajadores dependientes

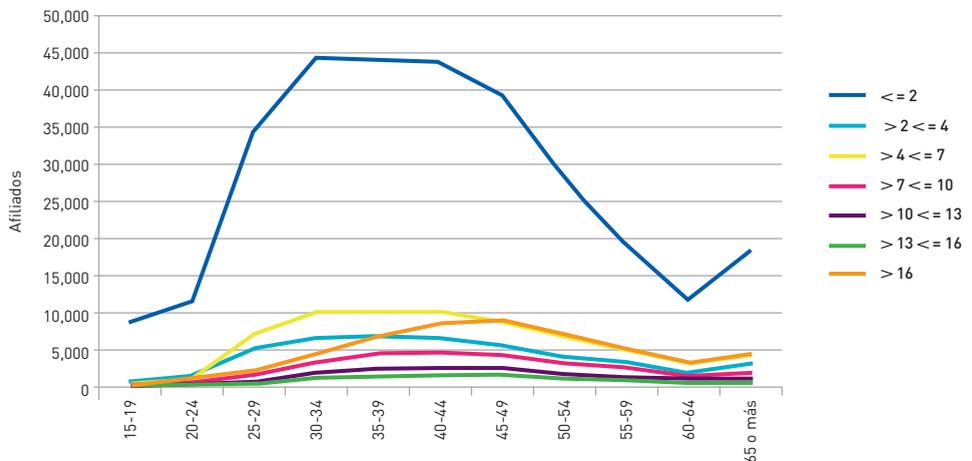
y el 25.6% son trabajadores independientes, y que la distribución entre hombres y mujeres es de 52.3% y 47.7%, respectivamente. Asimismo, la mayoría de los afiliados, el 57.8% del total, se ubica en un nivel de ingresos de 2 salarios mínimos o menos (panel b), pero los saldos se concentran en ahorros de trabajadores con altos ingresos, que reciben el beneficio tributario de ahorrar bajo este esquema.

**GRÁFICO 23**

a) Cobertura y distribución de afiliados a pensiones voluntarias



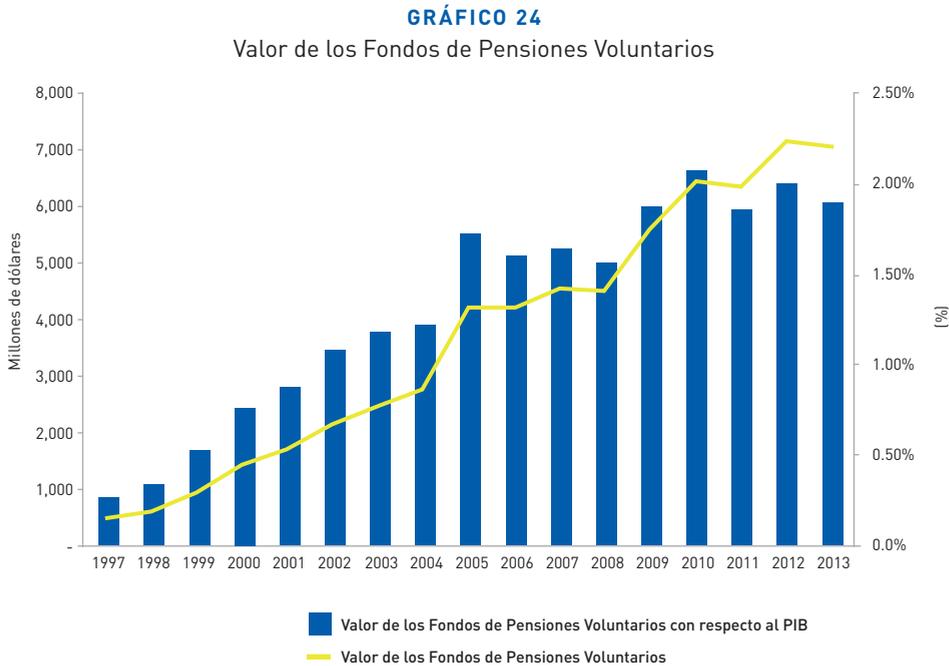
b) Distribución de los afiliados a pensiones voluntarias según edad y nivel ingresos (2009)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, y Fuentes (2010).

Por otra parte, en diciembre de 2013 el valor de los fondos se ubicó en USD 7 billones, valor que equivale a 1.9% del PIB o a un 6.1% del total de los fondos de pensiones

del RAIS. En cuanto a su evolución histórica, se puede ver que estos han crecido de forma considerable entre 1997 y 2013, pasando de USD 0.4 billones en 1997 a USD 7 billones en 2013 [Gráfico 24].



Fuente: Superfinanciera y DANE.

## 5.2 Regulación y Gabelas Tributarias

En la Ley 100 de 1993 quedó establecido que la administración de los recursos del Tercer Pilar estaría a cargo de los Fondos de Pensiones Voluntarias (FPV). Estos fondos pueden formar parte de las AFP, del RAIS, o de alguna fiduciaria perteneciente al sistema financiero colombiano. Hoy existen en Colombia siete fiduciarias que ofrecen programas de pensiones voluntarias: Fiduciaria Davivienda, Alianza Fiduciaria, Acción Fiduciaria, Fiduciaria GNB, Fiduciaria Popular, Fiducor, Credicorp, y el Fondo Voluntario de Pensiones Colseguros.

En cuanto a la regulación del sistema, al igual que en el RAIS, el ente designado por el Estado para supervisar a los Fondos de Pensiones Voluntarias es la Superintendencia Financiera de Colombia, cuya regulación está enfocada en estipular los activos en los cuales las APV pueden invertir y los límites máximos de cada una de dichas inversiones, a través de un régimen de inversiones. Por otro lado, es impor-

tante anotar que cada uno de los Fondos tiene libertad de establecer las comisiones aplicables de acuerdo con el programa de inversión escogido por cada uno de sus afiliados. Las comisiones podrán ser fijas, variables o combinadas, aunque los reglamentos de cada Fondo contienen el monto exacto aplicable en cada caso, los cuales son supervisadas por la Superintendencia.

Los Fondos ofrecen diferentes tipos de portafolio de inversión para sus afiliados. El afiliado cuenta con libertad de elegir libremente en qué alternativa quiere invertir su dinero, de acuerdo con su perfil de riesgo y las condiciones del mercado de capitales nacional e internacional. Por lo general, los Fondos Voluntarios ofrecen dos tipos de portafolio: abiertos y cerrados. Los portafolios abiertos se concentran en una inversión abierta sin pacto de permanencia, donde el afiliado puede elegir invertir sus ahorros en títulos de renta fija, en acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), en bolsas de valores en el extranjero o en commodities en el exterior. En el caso de los portafolios cerrados se establece un período para realizar la inversión durante el cual el afiliado no puede salirse del negocio hasta que el tiempo en el contrato haya finalizado. Por lo general, este tipo de portafolio se concentra en renta variable, renta fija e inversiones en el sector público y privado en Colombia.

Una de las características más sobresalientes que tiene este pilar es que el capital que se ahorre tiene beneficios tributarios, lo cual aumenta la capacidad de ahorro de los afiliados de este pilar. Por un lado, los aportes al sistema de ahorro voluntario permiten disminuir el impuesto de renta y acumular un mayor capital, lo que incrementa la posibilidad de obtener mejores rendimientos. Para poder obtener el beneficio tributario, es necesario que los ahorros cumplan con el requisito de permanencia por un término de cinco años<sup>20</sup>. Por otro lado, los aportes voluntarios no forman parte de la base para aplicar la retención en la fuente y son considerados como un ingreso no constitutivo de renta, y no como un ingreso de ganancia ocasional<sup>21</sup>. Por último, los aportes ahorrados en estas cuentas están exentos del gravamen a los movimientos financieros, conocido popularmente como Cuatro por mil.

Es importante recalcar que los ahorros en los Fondos de Pensiones Voluntarias, de acuerdo con la Ley 100 de 1993, son inembargables hasta un límite establecido anualmente por la Superintendencia Financiera. Actualmente, ese monto inembargable es de USD 14,600. El monto restante ahorrado puede ser pignorado para respaldar cualquier crédito en el sistema financiero colombiano.

---

20 Art. 126 Ley 1607, Reforma Tributaria. Sin embargo, en el caso de la compra de vivienda se pueden retirar los recursos ahorrados en este pilar antes de los 5 años y recibir la exención tributaria.

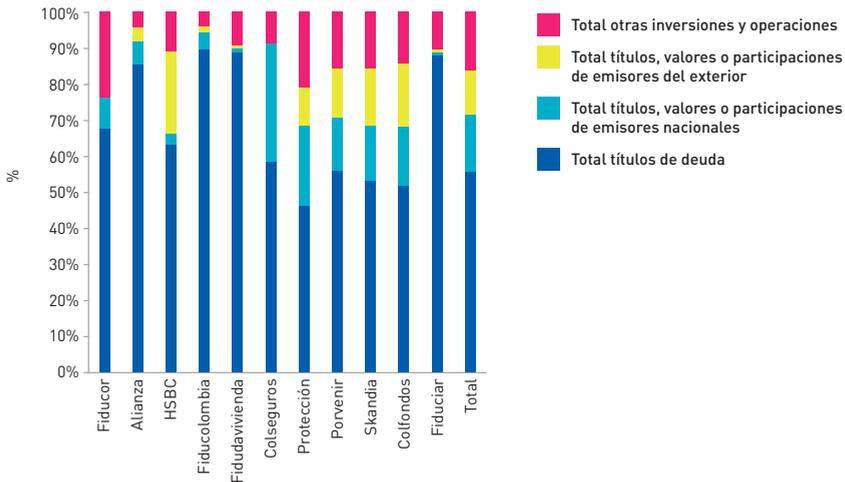
21 Esta gabela tributaria solo es aplicable siempre y cuando el ahorro en el fondo no sea mayor del 30% del ingreso tributario o laboral del afiliado (incluido el porcentaje correspondiente al ahorro pensional obligatorio).

### 5.3 Resultados en eficiencia de los portafolios de inversión y diferencias con el RAIS

En el pilar voluntario hay una mayor diversificación y diferenciación en los portafolios de inversión que en el RAIS. Por otra parte, en el esquema de Ahorro Pensional Voluntario no se presenta un comportamiento de manada, debido principalmente a dos factores: i) la inexistencia de la obligación de una rentabilidad mínima, y ii) el sistema contractual de comisiones entre los fondos y los afiliados, el cual es variable y depende del rendimiento del fondo. En efecto, a diferencia de la comisión fija del RAIS, este esquema permite alinear los incentivos de los fondos de pensiones voluntarias y las de los afiliados en este pilar. El afiliado se beneficia con una comisión variable sobre los rendimientos, debido a que la administradora está interesada en generar una mayor capitalización de sus montos ahorrados, mejorando tanto las ganancias propias como las prestaciones del afiliado. Este tipo de esquema permite una mayor competencia en el sistema, lo que se refleja en una mayor diferenciación entre los portafolios de las Fiduciarias, lo cual se puede observar en el [Gráfico 25](#).

**GRÁFICO 25**

Composición del portafolio de los fondos pensiones voluntarias



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos de Fedesarrollo.

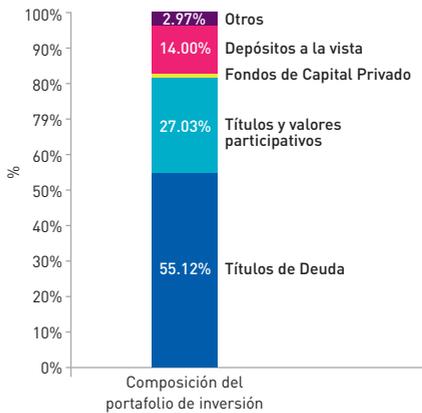
En este sentido, aunque en este pilar se ha avanzado en diversificar los portafolios de acuerdo con el perfil de los afiliados, es importante anotar que la composición actual de los portafolios de pensiones voluntarias han estado concentrada en inversiones de emisiones locales ([Gráfico 26](#)), lo que genera el mismo tipo de vulnerabilidades que se puede encontrar en el Pilar Obligatorio. En este caso, el resultado no puede adjudicarse a los problemas de regulación que afectan los ahorros obligatorios. Po-

siblemente, la concentración en emisiones locales tenga que ver con un sesgo hacia rentabilidades de corto plazo asociadas a la liquidez requerida por unos fondos que, debido a los estímulos tributarios, han terminado por usarse con criterios de ahorro no pensional y plazos más limitados.

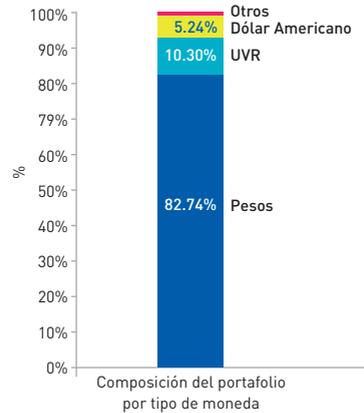
### GRÁFICO 26

Composición de los fondos de pensiones voluntarias por tipo de inversión y moneda

a) Composición actual del fondo de pensiones voluntarias por tipo de inversión



b) Composición actual del fondo de pensiones voluntarias por tipo de moneda



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014).

## 6. Conclusiones y recomendaciones de política

---

El presente capítulo resume las principales ideas y conclusiones del documento, clasificándolas en cuatro secciones. En la primera, se describen las principales tendencias observadas a partir de los datos históricos, lo que permite sacar conclusiones de hacia dónde va el sistema de mantenerse las condiciones actuales. La segunda parte resume los principales desafíos del régimen pensional actual, que son consecuencia de los graves defectos en el diseño descritos a lo largo del trabajo. La tercera sección continúa con las lecciones positivas que ha arrojado la experiencia pensional en Colombia, para terminar con las recomendaciones de política pública, en la forma de reformas al sistema que permitan mejorar su desempeño y su baja cobertura.

### 6.1 Tendencias

---

Claramente, la tendencia más sobresaliente del sistema de pensiones colombiano, de mantenerse los parámetros y las condiciones actuales, es su baja cobertura y la tendencia previsible de este problema a agravarse en el futuro. Por un lado, ninguna de las cualidades, ni del esquema del RAIS ni del RPM, les brinda herramientas para comenzar a expandirse en la población del sector informal, dado que toma como supuesto un empleo formal. Por el otro, los estudios sobre el tema muestran cómo bajo los parámetros actuales solo 10% de los trabajadores alcanzaría una pensión, lo que significaría una reducción al ya magro indicador actual de 31% de cobertura de la población en edad de pensionarse.

El otro aspecto que empeoraría con el tiempo es la regresividad de los subsidios. La forma tan disímil de calcular las prestaciones –mediante rentabilidad del fondo de inversión en el RAIS, y por medio de una función de beneficios del salario de

los últimos 10 años en el RPM-, vuelve virtualmente imposible un equilibrio prestacional entre los dos regímenes<sup>22</sup>, lo cual implica que los cotizantes pueden hacer arbitraje entre ambos y terminan por apostar contra el fisco. Esto sucede porque los individuos de altos ingresos reciben más beneficios en el sistema público, lo que fomenta el traslado de esta población desde el RAIS al RPM. Para los individuos de bajos ingresos que no alcanzan a ahorrar lo suficiente para una pensión, es mejor trasladarse desde el RPM al RAIS, dado que la indemnización sustitutiva del RPM no otorga una rentabilidad financiera del fondo, que sí está incluida en la devolución de saldos del RAIS. Esta recomposición esperada de cada régimen, consecuencia de decisiones racionales de los afiliados, termina por hacer el RPM más y más regresivo conforme pasa el tiempo.

Finalmente, es probable que el nivel de las prestaciones se reduzca en el mediano y largo plazo. Como se mostró en el Capítulo 4, los estímulos no son los mejores para inducir un manejo eficiente de los portafolios en el RAIS; en parte, por la forma de cálculo de la rentabilidad mínima y el sistema contractual de las comisiones para las Administradoras de Fondos de Pensiones. Como resultado, las AFP terminan buscando combinaciones de rentabilidad y riesgo inferiores a las óptimas, lo cual termina afectando de manera decisiva el nivel de las prestaciones: una reducción de 1% en la rentabilidad anual de una cuenta de ahorro durante una vida laboral promedio puede disminuir el monto de la pensión en hasta 30%. Por otra parte, la baja productividad de la fuerza laboral colombiana puede inducir menores pensiones futuras, dado que la escasa densidad de cotización y un crecimiento lento de los ingresos salariales implicarían que las prestaciones futuras otorgadas por el sistema sean menores a las actuales en términos reales (Santamaría y Piraquive, 2013).

## 6.2 Desafíos

Una de las principales conclusiones de este documento es que el sistema pensional que surgió a partir de la reforma de la Ley 100 de 1993 no ha logrado superar varias de las graves deficiencias que mostraba el régimen anterior, con la notable excepción de la sostenibilidad financiera. Los grandes desafíos del sistema pensional colombiano hacia un futuro serían, entonces, la reducción de la regresividad de los subsidios, la actualización de los parámetros del sistema, y un aumento significativo de la cobertura. Uno de los principales culpables de este fracaso es la falta de complementariedad y la competencia existente entre el Pilar Uno y el Pilar Dos del esquema pensional, lo que reduce la efectividad y potencial de cada uno de los sistemas por separado.

---

22 Incluso si asumimos una reforma a los parámetros que equilibre las prestaciones entre ambos sistemas, este equilibrio no se mantendría en el tiempo, dado que los choques macroeconómicos se asimilan de forma muy distinta en cada uno. Por ejemplo, un choque de tasa de interés afecta de forma importante al RAIS, en tanto que al RPM lo deja prácticamente intacto.

En particular, que el régimen de reparto simple cubra también a la población de altos ingresos hace que los subsidios otorgados por el Estado tengan un impacto regresivo sobre la distribución del ingreso, en uno de los países más inequitativos del continente. Asimismo, que la sostenibilidad financiera del sistema se haya logrado mediante el endurecimiento de las condiciones de acceso a una pensión, en lugar de la actualización necesaria de parámetros como la edad de pensión y la reducción de la tasa de reemplazo de las pensiones de individuos de altos ingresos, ha tenido consecuencias perversas sobre la cobertura y alcance del sistema.

Como se ha mencionado, el problema más apremiante del sistema de protección a la vejez en Colombia es la muy baja cobertura: solo 3 de cada 10 ocupados es un cotizante activo al régimen pensional, y se espera que el cubrimiento de la población en edad de pensionarse se reduzca de manera drástica en el mediano y largo plazo. Este problema se puede dividir en dos partes; en primer lugar, se tiene una alta proporción de la población ocupada que, bien sea por bajos ingresos o por pertenecer al sector informal, no cumplen ni siquiera las condiciones de acceso. Claramente, esto no puede atribuirse en su totalidad a errores en el diseño actual del sistema. De hecho, la principal causa de estas restricciones de acceso es que la cobertura de un esquema pensional clásico, que toma como base el empleo formal, encuentra una barrera estructural al aplicarse sobre economías como la colombiana, con un grave problema de segmentación del mercado laboral y en donde la mitad de los trabajadores pertenece al sector informal.

La otra cara de la escasa cobertura se materializa en los cotizantes que por baja densidad de cotización y menores salarios no alcanzan a ahorrar lo suficiente como para financiar una pensión, por lo que al llegar a su etapa pasiva se les hace una devolución de los saldos ahorrados. Esta restricción se puede atribuir principalmente a que la Constitución colombiana exige hacer equivalentes el nivel mínimo de pensión y el salario mínimo legal, una limitación importante en una economía con una relación salario mínimo/salario medio muy alta. La conjunción de una alta pensión mínima, la restricción a que solo se puede cotizar desde el salario mínimo, y una población ocupada de bajos ingresos que fluctúa constantemente entre los sectores formal e informal, dan como resultado los desastrosos indicadores actuales de cobertura del sistema pensional colombiano.

En el aspecto financiero, el gran desafío que tiene el régimen de capitalización individual es construir un marco regulatorio que propicie la construcción de portafolios eficientes. La actual regulación genera una asimetría de incentivos, pues las AFP tienen que cubrir la brecha cuando el fondo no alcanza la rentabilidad mínima, pero no reciben nada de las ganancias extras en el momento de superar la rentabilidad esperada. A esto se une un cálculo de la rentabilidad mínima que le da un peso muy grande a la rentabilidad promedio del sistema, lo que genera un efecto manada con implicaciones perversas sobre el funcionamiento del mercado de capitales, baja diversificación del portafolio del sistema y riesgo sistémico mayor a lo deseable.

Un último desafío del sistema es el riesgo jurídico, representado por las decisiones judiciales pendientes en distintas cortes sobre temas como las fechas de terminación de los regímenes de transición, si las convenciones colectivas deben formar parte de estos regímenes, y la aplicación de un tope a las pensiones. En este sentido, muchos de los objetivos de la Ley 100 de 1993 no han podido cumplirse por decisiones judiciales que hacen retroceder las reformas y aumentan el período de transición, lo que termina por impactar la sostenibilidad y progresividad del esquema pensional.

### 6.3 Lecciones

A pesar de los desequilibrios en las fuentes de financiamiento, y de que el RPM no tiene reservas y debe ser financiado con recursos del gobierno (con un costo anual que asciende a 3.8% del PIB), la senda futura de pagos pensionales del Estado es controlada y decreciente en el tiempo, por lo que puede decirse que el esquema público no es insostenible. Aunque esto es un gran logro del sistema, hay que tener en cuenta que para alcanzarlo se sacrificaron otros frentes, como el de cobertura, dado que con las reformas del sistema se buscó la sostenibilidad mediante el establecimiento de condiciones más restrictas de acceso a una pensión, en detrimento de la cobertura sobre la población de bajos ingresos.

Uno de los grandes retos del actual esquema consiste en la consolidación del Pilar Cero y su complementación con el Pilar Intermedio de los BEPS. Los subsidios asistenciales focalizados del programa Colombia Mayor han tenido un impacto importante en la atención a la población más vulnerable, pero el aumento de cobertura sin un incremento proporcional del presupuesto ha reducido las prestaciones por individuo. Los BEPS se pueden considerar una solución adecuada, pues se vuelven la mejor alternativa para evadir la restricción constitucional a la pensión mínima, y el subsidio del Estado puede volverse un incentivo para el ahorro de las personas cercanas a la edad de pensión<sup>23</sup>. Se trata, sin embargo, de un esquema que apenas comienza a funcionar y que puede enfrentar grandes obstáculos operativos y financieros en el futuro si quiere ser lo suficientemente audaz.

Un avance importante en el funcionamiento reciente del esquema pensional colombiano, que no se ha mencionado, es el rol de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA), implementada desde 2007. Gracias a este sistema, mediante un solo formulario y un único pago se realizan todas las operaciones de seguridad social de empresas y trabajadores, tanto dependientes como independientes. Así, se asegura

---

23 Acá el diablo está más en los detalles, dado que la forma operacional del sistema contemplada en la actual regulación adolece de ciertos problemas. Por ejemplo, el monto del subsidio estatal, de 20%, debería estar abierto a discusión, pues puede considerarse muy bajo como para generar incentivos de ahorro pensional en la población.

la transferencia efectiva del aporte de los empleadores y se facilita la construcción de historias laborales de alta calidad, como lo expone el trabajo de Núñez y Castañeda (2012). Se ha demostrado que la implementación de la PILA ha tenido efectos importantes sobre la cotización al régimen pensional, la fidelidad de información y la reducción de la evasión y la elusión de los aportes.

En el ámbito financiero, la creación en 2010 de los perfiles de riesgo en los portafolios de inversión de las AFP ha representado una mejora en los niveles de diversificación de las inversiones. Sin embargo, la mayor parte de los afiliados no ha hecho expresión alguna sobre el perfil de riesgo que desea y los recursos correspondientes se mantienen en portafolios para el perfil de riesgo moderado. Más importante aún, no se han podido superar los problemas de incentivos desalineados entre las AFP y sus afiliados en términos de construcción de portafolios eficientes y de evitar comportamientos manada. El mecanismo de comisión variable en los fondos de ahorro del Pilar Voluntario puede servir de ejemplo para una futura reforma al RAIS, dado que favorece la alineación de los incentivos entre los usuarios y los Fondos de Pensiones Voluntarias y fomenta la búsqueda de mayores niveles de diversificación de los portafolios en el Tercer Pilar.

## 6.4 Recomendaciones de política

Visto todo lo anterior, es evidente que el sistema pensional necesita una reforma estructural en varios frentes. A nuestro juicio, sería deseable acabar con la competencia entre los dos pilares y convertir el Sistema General de Pensiones en un esquema estrictamente multipilar, donde los regímenes se complementen para atender distintos niveles de ingresos pensionales del conjunto de la población. De esta forma, los subsidios estatales del RPM se focalizarían únicamente en la población de bajos ingresos, volviendo el sistema más equitativo e incentivando el ahorro de la población. Una propuesta en esta dirección fue contemplada por el Ministerio de Trabajo en 2013, pero no generó consenso al interior del Gobierno. Esa propuesta específica tenía el problema de establecer una cota demasiado alta para el Pilar Uno, definiéndolo para cotizaciones y pensiones de 1 salario mínimo. Ello, de entrada, generaba sobrecostos al RPM, al establecer tasas de reemplazo implícitas de 100%.

A pesar de sus potenciales efectos positivos sobre la equidad y solidaridad del sistema, una reforma de este tipo tendría un impacto marginal sobre la cobertura del sistema, que está limitada por la estructura segmentada del mercado laboral colombiano<sup>24</sup>. Para extender la cobertura del sistema pensional colombiano sobre la población no atendida actualmente existen tres enfoques complementarios: i) aumentos en la

24 Un posible impacto sobre cobertura de esta reforma podría estar guiado por los mayores incentivos de ahorro a la población de bajos ingresos dados por los subsidios estatales mejor focalizados y unos mecanismos de solidaridad más funcionales.

edad de jubilación, que reduzcan los montos requeridos para completar una pensión, ii) reformas al mercado laboral que incrementen la formalización de los trabajadores, iii) mayor alcance de los programas de beneficios no contributivos, focalizados sobre la población que no cumple con las condiciones de acceso al sistema.

En cuanto a la formalización del mercado de trabajo, la reforma tributaria de 2012, al reducir los impuestos al trabajo y remplazarlos por impuestos al capital, ha tenido un impacto positivo sobre los niveles de formalización de la economía. Sin embargo, las restricciones, tanto a la cotización mínima como a la pensión mínima, que deben ser iguales al salario mínimo legal, siguen siendo muy fuertes en la coyuntura actual como para que a partir de esta reforma el sistema pensional genere una ruptura en su tendencia hacia una menor cobertura de la población ocupada. En relación a los beneficios no contributivos, es necesario incrementar el presupuesto dirigido hacia Colombia Mayor, para alcanzar un nivel de subsidios asistenciales adecuado, y revisar al alza el tamaño y alcance del programa de BEPS, que se vuelve el mecanismo más eficiente para evitar la restricción constitucional a la pensión mínima.

Con respecto a la regulación financiera de las AFP, es fundamental generar un equilibrio de incentivos, lo que se puede solucionar mediante la implementación de una comisión variable que dependa de la rentabilidad alcanzada por el portafolio. Por otro lado, sería beneficioso reducir el peso de la rentabilidad promedio en el cálculo de la rentabilidad mínima, reemplazándolo con indicadores de referencia objetivos, para darle más libertad a las AFP de diversificar el portafolio de inversión y eliminar el comportamiento de manada existente actualmente.

Finalmente, es urgente hacer una serie de modificaciones de los parámetros del sistema que busquen una relación más equilibrada entre los aportes de los afiliados y las prestaciones pensionales que reciben, en particular en tres frentes. Primero, se debe actualizar la edad de pensión, con el fin de que sea más acorde con la evolución de la expectativa de vida y el monto de los aportes de los cotizantes. Esos ajustes deben hacerse de manera más fuerte para las mujeres, acercando sus edades de pensiones a las de los hombres para reconocer la mayor esperanza de vida y los menores tiempos de cotización, factores que reducen para ellas la expectativa de pensiones adecuadas. Segundo, la tasa de reemplazo del RPM para individuos de ingresos altos es demasiado elevada para las capacidades del sistema, por lo que es necesario recortar las prestaciones de esta porción de la población si se quiere hacer el RPM más equitativo y sostenible. Finalmente, el Ingreso Base de Liquidación (IBL) del RPM debe tener en cuenta toda la vida laboral y no solo el salario de los últimos 10 años, dado que el total de cotizaciones en el pasado no tomó como base este último.

## Bibliografía

**Alonso, J; Herrera, C; Llanes, C. y Tuesta, D** (2011), Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia. *Documentos de Trabajo 30*, BBVA Research.

**Arias, Mauricio y Mendoza, Juan Carlos** (2009). "Un modelo de simulación del régimen pensional de ahorro individual con solidaridad en Colombia". En *Reporte de Estabilidad Financiera Marzo*. Banco de la República. Bogotá,

**Betancourt, Y.** (2008), "El problema de incentivos entre las AFP y los Afiliados al sistema privado de pensiones". En *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, Bogotá, marzo.

**Clavijo, S., Vera, A., Malagón, D., Vera, N. y Cabra, M.** (2013), *El Pasivo Pensional en Colombia*, ANIF, Bogotá, Noviembre.

**DNP** (2002). "Fondo de Solidaridad Pensional: Pautas para un Mejor Desempeño 2002". *Conpes Social*, 60.

**DNP** (2003). "El nuevo Papel del Fondo de Solidaridad Pensional". *Conpes Social*, 70.

**DNP** (2013), "Diseño e Implementación de los Beneficios Económicos Periódicos (BEPS)", CON-PES 156, Bogotá.

**Escudero M** (2008) Garantías de Rentabilidad, Regulación de Inversiones FIAP en:[http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20120712/asocfile/20120712153945/melvin\\_escudero\\_1.pdf](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20120712/asocfile/20120712153945/melvin_escudero_1.pdf)

**Fedesarrollo** (2012). "Importantes mejoras en el mercado laboral no deben dar lugar a la complacencia y la inacción", *Tendencia Económica*, No. 119 marzo.

**Fedesarrollo** (2013). "Los BEPS y la cobertura en el sistema pensional colombiano", *Tendencia Económica* No. 127 enero.

**Fuentes E.** (2010), "Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes: una aproximación a partir del caso de Chile". *BBVA Working Papers* No 10/11.

**Gómez, C., Jara, D. y Murcia, A.** (2006), "Impacto de las operaciones de los fondos de pensiones obligatorias en los mercados financieros colombianos", *Borradores de Economía*, 406, Banco de la República, octubre.

- Gómez, C., Jara, D., y A. Pardo** (2005). "Análisis de Eficiencia de los Portafolios Pensionales Obligatorios en Colombia." Ensayos sobre Política Económica, Banco de la República. Diciembre.
- Jara, D.** (2006) Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones. Revista ESPE, Banco de la República No 52.
- Kristensen, N y W. Cunningham** (2006), "Do Minimum Wages in Latin America and the Caribbean Matter? Evidence from 19 Countries". *World Bank Policy Research Working Paper No. 3870*. World Bank.
- Lasso, F.** (2011). "La dinámica del desempleo urbano en Colombia". Borradores de economía, No. 667, Banco de la República, Bogotá.
- López, H y F. Lasso** (2008), "Salario mínimo, salario medio y empleo asalariado en Colombia", en *Borradores de Economía*. Bogotá D.C., Banco de la República.
- Martínez, O & Murcia, A** (2008). Desempeño Financiero de los fondos de pensiones obligatorias en Colombia. Reporte de Estabilidad Financiera. Banco de la República, marzo
- Millán, N.** (2010) "El Sistema Pensional en Colombia: Retos y Alternativas para Aumentar la Cobertura", Fedesarrollo, Bogotá.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público** (2014), *Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2014*, Bogotá.
- Ministerio de Salud y Protección Social** (2012), Informe de Actividades presentado al Congreso.
- Núñez J. y Castañeda C.** (2012), "Retos del Sistema Pensional Colombiano: Nueva evidencia utilizando información de la PILA". Consultoría para el Banco Mundial. *Mimeo*.
- Restrepo, A.** (2014), Presentación del Viceministro Técnico de Hacienda,
- Salazar N.** (2011) Impact of Capital Markets Reforms in Colombia's Economic Development, Fedesarrollo, *Mimeo*.
- Santamaría, M. y Piraquive G.** (2013). "Evolución y alternativas del sistema pensional en Colombia". *Archivos de Economía*, 398, Departamento Nacional de Planeación.
- Suárez** (2007). Efecto Manada en los Portafolios de los Fondos de Pensiones Obligatorias en Colombia: Causas y Medición. Universidad de los Andes. Departamento de Ingeniería Industrial. Tesis de grado.
- Shutt E.** (2011). "El Salario Mínimo y el Régimen de Ahorro Individual en Pensiones: Diagnóstico, Evidencia y Problemática". *Serie Documentos Cede*, 2011-16.
- Téllez, Juana. Tuesta, David. Romero, Carolina. Muñoz, Ángel.** (2009), *Confianza en el Futuro. Propuestas para un mejor sistema de pensiones en Colombia*. Editorial Norma.
- Vaca J.C.** (2013). "Sistema Pensional Colombiano: ¿Fuentes de Igualdad o Desigualdad?". *Coyuntura Económica*, vol XLIII, No 1. Fedesarrollo.
- Villar, Leonardo, Jonathan Malagón, Julio Vaca y Carlos Ruiz** (2013). "Experiencia de Colombia", en *Contribución del Sistema Privado de Pensiones al Desarrollo Económico de Latinoamérica*, SURA Asset Management, agosto de 2013.
- Vivas, Jorge et al.** (2002). "Evaluación de Impacto del Programa de Atención Integral al Adulto Mayor". Departamento Nacional de Planeación. Diciembre, Bogotá D.C. *Mimeo*.

