

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO



ALGUNAS COMPARACIONES SOBRE LOS  
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN  
COLOMBIA, CHILE Y ESTADOS UNIDOS

Natalia Salazar

Eduardo Lora

Santafé de Bogotá, Enero de 1996

*DOCUMENTOS DE TRABAJO*

# **MISION DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES**

MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PÚBLICO  
FEDESARROLLO

## **ALGUNAS COMPARACIONES SOBRE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN COLOMBIA, CHILE Y ESTADOS UNIDOS**

Natalia Salazar  
Eduardo Lora

Santafé de Bogotá, enero de 1996  
*(Segundo borrador para comentarios)*

# **ALGUNAS COMPARACIONES SOBRE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN COLOMBIA, CHILE Y ESTADOS UNIDOS**

**Natalia Salazar  
Eduardo Lora  
(Borrador para comentarios)**

## **TABLA DE CONTENIDO**

- I. Introducción
- II. Aporte de los inversionistas institucionales al ahorro doméstico y al desarrollo del mercado de capitales
  - A. Efectos sobre el ahorro y la inversión
  - B. Efectos sobre el mercado de capitales
- III. Clases de inversionistas institucionales y tipos de regulación
  - A. Los fondos de inversión
    - 1. Descripción
    - 2. Regulación
  - B. Sistemas de retiro o de pensiones
    - 1. Descripción
    - 2. Regulación
  - C. Compañías de seguros
    - 1. Descripción
    - 2. Regulación
  - D. Otros inversionistas institucionales
- IV. Comparación de los inversionistas institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos
  - A. Clases de inversionistas institucionales
  - B. Aspectos regulatorios
    - 1. Fondos de Inversión
    - 2. Fondos de pensiones
    - 3. Las compañías de seguros
  - C. La importancia en la economía y el mercado de capitales de cada país
- V. Conclusiones
- VI. Bibliografía

## **Algunas comparaciones sobre los inversionistas institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos**

**Natalia Salazar  
Eduardo Lora<sup>1</sup>**

(Borrador para comentarios)

### **I. Introducción**

En varios países, el gran desarrollo del mercado de capitales se debe en buena parte a la presencia y promoción de los inversionistas institucionales. Estos han contribuido al desarrollo de este mercado, no sólo en los países desarrollados sino también en las economías emergentes, al participar de manera importante en el proceso de innovación y al actuar no solamente como grandes demandantes de productos financieros sofisticados, sino también como creadores de nuevos productos. Han proveído al mercado de una modernización en su infraestructura (lo cual ha facilitado las operaciones) y de una gran transparencia, en la medida en que manejan un gran volumen de recursos los que, para invertirse, requieren de un “disclosure” de alta calidad y adecuado por parte de los emisores y de una buena información de los mismos inversionistas.

Mientras en los Estados Unidos y los países desarrollados el mercado de capitales y la actividad de los inversionistas institucionales han venido experimentando un gran crecimiento y desarrollo desde los años 50, en las economías emergentes este proceso se ha dado con cierto retraso y todavía hay mucho por hacer. Algunos países como los del

---

<sup>1</sup> Documento realizado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Se agradece la colaboración de Pablo de Corral quien nos suministró información muy útil sobre los fondos de pensiones privados en Argentina.

Sudeste Asiático desde los años 60 y 70 comenzaron a crear condiciones favorables para el desarrollo de un mercado de capitales sólido y han sido exitosos en su experiencia. En muchos países de América Latina, luego de la crisis de los 80, se ha reconocido el error de basar el desarrollo del mercado en los capitales venidos del extranjero y se le ha comenzado a dar importancia al ahorro doméstico como requisito para constituir un mercado de capitales sólido. En este proceso, es donde la creación y promoción de los inversionistas institucionales es un objetivo importante de la política económica de algunos países de latinoamericanos, especialmente, luego de constatar el éxito alcanzado en este campo por Chile.

En Colombia, uno de los objetivos de las reformas estructurales llevadas a cabo en los 90 fue el de promover el desarrollo del mercado de capitales. Así, la reforma laboral y a la seguridad social crearon los fondos de pensiones y cesantías, manejados por el sector privado. Por otra parte, la reforma financiera liberalizó y eliminó buena parte de los obstáculos que habían impedido el crecimiento del mercado asegurador hasta entonces. En el futuro próximo esta actividad también se promovida aún más por los nuevos negocios de seguros y prestación de servicios que implican la reforma a la seguridad social y al sector de la salud. Por último, el proceso de apertura permitió la entrada del capital extranjero a esta industria y la creación de los fondos de inversión extranjera.

Este proceso aún no ha terminado y está en etapa de perfeccionamiento. En el camino de completar las reformas es interesante analizar la experiencia de otros países en cuanto a

lo relacionado con la actividad de los inversionistas institucionales. Estos parecen haber aportado enormes beneficios al desarrollo del mercado de capitales de estas economías, y resulta útil extraer de estas experiencias algunas lecciones. Por ejemplo, se ha observado que un marco regulatorio adecuado sobre la actividad de los inversionistas institucionales es fundamental para su buen desempeño y crecimiento. Por otra parte, el ambiente macroeconómico en el cual operan dichos inversionistas es también determinante.

Revisando la literatura económica, se puede constatar, que no hay ningún análisis sistemático sobre la regulación óptima que deben tener los inversionistas institucionales. Tampoco existe un modelo al cual puedan adherirse los países que están en el proceso de impulsar la actividad de los inversionistas institucionales y alcanzar, por esta vía, el desarrollo del mercado de capitales. Estudios comparativos concluyen que no hay una ruta única que sea exitosa. La razón de esto es que aunque existen las mismas clases de inversionistas institucionales, se encuentran variaciones en sus características entre un país y otro, por lo cual no son estrictamente comparables. Además, todos los mercados parten de un punto inicial diferente y el cuerpo regulatorio es propio de cada contexto. Sin embargo, los países que han sido exitosos en esta experiencia han presentado algunas características y tendencias comunes. Por ejemplo, países en los cuales se ha intentado alcanzar un entorno legal y regulatorio sensato y adecuado, el cual evoluciona favorablemente cuando los cambios en el mercado lo requieren, y, donde no solamente se ha impulsado la demanda de activos de los inversionistas sino que también se han hecho esfuerzos, a través de otro tipo

de medidas, por el lado de la oferta de papeles financieros, han logrado avanzar en el proceso de desarrollo del mercado de capitales.

El objetivo de este trabajo es comparar los inversionistas institucionales en Colombia, Estados Unidos y Chile con base en los trabajos realizados para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales por Chuppe (1995) para el caso americano, Fuica e Iglesias (1995) para el caso chileno y Lora y Salazar (1995) para el caso colombiano. Luego, se complementarán algunas de las conclusiones de ese último trabajo. Una primera parte del presente trabajo trata de revisar la literatura económica, que ha analizado, con base en la experiencia de varios países, los beneficios que han resultado de la promoción y desarrollo de los inversionistas institucionales. La segunda sección entra a comparar la evolución y el cuerpo regulatorio de los inversionistas institucionales en los tres países mencionados. La última sección habla sobre las lecciones que pueden extraerse de estos tres procesos.

## **II. Aporte de los inversionistas institucionales al ahorro domestico y al desarrollo del mercado de capitales**

### **A. Efectos sobre el ahorro y la inversión**

Uno de los efectos más directos e importantes de los inversionistas institucionales es el de permitir el acceso de los pequeños ahorradores a una gama más amplia de activos financieros de la que podrían ofrecer las instituciones de crédito. También se ha observado que los pequeños ahorradores prefieren ahorrar a través de estas instituciones, que invertir

directamente sus recursos en el mercado de capitales, debido a que pueden lograr una mayor diversificación de su portafolio e incurrir en menores costos de transacción. Efectivamente, algunos instrumentos financieros no pueden obtenerse en unidades tan pequeñas como para que puedan ser parte del portafolio de pequeños ahorradores, o si los hay, los costos de transacción son tan elevados que consumirían buena parte del retorno potencial. Por otra parte, los pequeños ahorradores prefieren invertir sus recursos a través de los inversionistas institucionales pues estos cuentan con personal experto en el manejo de portafolios lo cual constituye una ventaja para el ahorrador pequeño, especialmente en los mercados emergentes en donde la información disponible es deficiente.

En este sentido la presencia de inversionistas institucionales genera alternativas atractivas para los ahorradores lo cual puede llevar a un incremento del ahorro doméstico. En la literatura económica, éste punto ha sido motivo de discusión teórica y empírica, especialmente lo relacionado con el efecto que los diferentes sistemas de seguridad social tienen sobre el ahorro y la inversión.

Desde el punto de vista teórico, uno de los estudios más importantes sobre la relación entre seguridad social y ahorro evidencia una relación negativa entre las dos variables (Feldstein, 1974). Su modelo consiste en una ampliación de la teoría del ciclo de vida, en el que se asume que las personas ahorran con el fin de constituir una provisión para el período de retiro. Se introduce el año de retiro como un elemento endógeno, pues se demuestra que un incremento en los beneficios aumenta la demanda por ocio, es decir, el retiro no es



explicado principalmente por factores de salud, como se tiende a creer a menudo. El desarrollo del modelo lleva a la distinción entre dos efectos sobre el ahorro, que además tienen direcciones opuestas. Por una parte, existe un efecto sustitución, que consiste en que la promesa de recibir los beneficios de la seguridad social en el futuro, aumenta el consumo presente de la persona, debido a que ésta estima que no necesita ahorrar individualmente para el período de retiro. En este sentido, habría un efecto negativo de la seguridad social sobre el ahorro. Por otra parte, hay un efecto ingreso (“induced retirement effect”), que sugiere que si la persona decide adelantar el año de retiro, sus ahorros deberán ser suficientes para suplir sus necesidades durante un período de retiro más largo, para lo cual se ve incentivado a ahorrar más de lo que le exige la seguridad social. Dependiendo de cual de los dos efectos prime, el efecto neto sobre el ahorro será positivo, negativo o nulo. Empíricamente, Feldstein encuentra una relación negativa entre ambas variables<sup>2</sup>.

Varios autores han profundizado en el análisis de Feldstein, en modelos similares, basados en la teoría del ciclo de vida. Algunos sugieren que con algunas modificaciones en la medición de las variables, con la introducción de otras, o ampliando la extensión de la muestra, los resultados pueden ser diferentes<sup>3</sup> (mostrar un efecto no tan negativo o nulo sobre el ahorro). Sin embargo, Feldstein (1995) siguiendo varias de las recomendaciones,

---

<sup>2</sup>Para probar empíricamente esta idea, Feldstein estima, con datos para Estados Unidos para el período 1929-1971, la siguiente ecuación:

$$C = a + b YD(t) + c YD(t-1) + d RE + e W + f RU + g SSW$$

donde, C es el consumo, YD, el ingreso disponible, RE, utilidades retenidas, RU, tasa de desempleo, W, riqueza neta de los hogares y SSW, beneficios de la seguridad social. Encuentra que el efecto de la seguridad social sobre el ahorro de los hogares es negativo y de magnitud importante (signo positivo de SSW).

<sup>3</sup> Una de las críticas al estudio de Feldstein se encuentra en Leimer, D. y Lesnoy, S. (1982).

estima el modelo para el periodo 1930-1992 y muestra que los resultados obtenidos en 1974 son robustos a los cambios y que se sigue presentando un efecto negativo de la seguridad social sobre el ahorro.

Otra línea de estudios se basa en el trabajo teórico de Barro (1977), quien también extiende la función de utilidad basada en la teoría del ciclo de vida. La modificación consiste en conectar las funciones de utilidad de varias generaciones. Es decir, la función de utilidad de los padres depende la utilidad que obtengan los hijos. En un sistema de pay-as-you-go, en donde las generaciones “viejas” reciben beneficios financiados con aportes de las generaciones “jóvenes”, un aumento en los beneficios de la seguridad social (o los pagos a la primera generación beneficiada), lleva a que los beneficiados supongan que esto se va a traducir en una mayor carga impositiva para las generaciones nuevas y que lo mejor que ellos pueden hacer es dejar una mayor herencia a sus hijos, es decir incrementar el ahorro. Por lo tanto, esta teoría argumenta una relación positiva entre seguridad social y ahorro.

Otro punto interesante es conocer el efecto sobre el ahorro del paso de un sistema de seguridad social público a un sistema de pensiones privado. Igualmente, si se supone que el ahorro que se realiza a través de un fondo de pensiones es sustituto del ahorro que una persona realizaría a través de otras vías, el efecto neto sobre el ahorro es nulo. Sin embargo, la existencia de exenciones tributarias sobre los ahorros realizados a través de los fondos de pensiones privados pueden alterar las decisiones de ahorro (Mitchell, 1993) y llevar a un incremento de la tasa de ahorro doméstico.

Otros estudios plantean que el efecto sobre el ahorro, el crecimiento y el empleo del paso de un sistema pensional administrado por el Estado a uno manejado por entidades privadas depende en gran parte de la forma como el gobierno financie el déficit generado durante la transición de la reforma (Smith-Hebbel, 1995). Si el gobierno financia dicho déficit a través de la emisión de nueva deuda o liquidación de activos del gobierno, la reforma no tendrá un efecto importante sobre el ahorro y el crecimiento, debido a que esta forma de financiamiento no implica una transferencia de ingresos o riqueza entre las diferentes generaciones. Por el contrario, si el déficit de transición se financia vía un aumento de los impuestos (o reduciendo el gasto), habrá un efecto negativo sobre los ingresos presentes, y por lo tanto sobre el nivel de ahorro y el crecimiento de las generaciones que enfrentan la transición, las cuales deben pagar mayores impuestos (o percibir un menor gasto gubernamental). Sin embargo, las generaciones futuras recibirán un mayor ingreso, lo cual les permitirá generar más ahorro y más crecimiento. Es decir, habrá un mayor nivel de ahorro y de crecimiento en el largo plazo. Algunos modelos de simulación que consideran numerosas generaciones, tratan de cuantificar los efectos de las reformas pensionales bajo los dos escenarios descritos anteriormente. Las conclusiones demuestran en los dos casos que los efectos de las reformas pensionales sobre el producto y el bienestar tardan años en reflejarse y no son de gran magnitud. Cuando se supone que el sistema manejado por el gobierno es fuertemente distorsionador, el paso de un sistema a otro tiene efectos sobre crecimiento y bienestar mayores.

Otros argumentos en favor de la relación positiva entre la creación de fondos privados de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales surgen de observar la experiencia de otros países como Chile, donde la reforma previsional ha tenido numerosos efectos positivos sobre el ahorro doméstico y el mercado de capitales. Además de haber contribuido a un aumento del ahorro, estos fondos han estimulado la oferta de instrumentos financieros (ya sea a través de la profundización de los mercados existentes o la creación de nuevos instrumentos), han contribuido a la disminución de los costos de transacción y del capital y han llevado al país a una menor dependencia del endeudamiento externo (Paúl, 1995)

No se ha llegado a una conclusión definitiva a este respecto pero si existe consenso en que la presencia de los inversionistas institucionales genera una recomposición del ahorro, hacia ahorro de largo plazo. En general, los países en desarrollo, especialmente los latinoamericanos, han utilizado de manera importante el crédito bancario o el crédito externo para financiar los proyectos de lenta ejecución, debido a que en estos países, el ahorro de largo plazo es deficiente (a causa de la inestabilidad macroeconómica y el proceso inflacionario). Los inversionistas institucionales pueden atraer grandes volúmenes de recursos provenientes de pequeños ahorradores y dirigirlos al financiamiento de actividades productivas y a proyectos de lenta maduración. En la medida en que aumenta la oferta de capital productivo, se puede lograr una asignación de recursos más eficiente, a tasas de interés reales menores. Esto se debe a que los inversionistas institucionales están en mayor capacidad que el sistema financiero para proveer financiamiento de largo plazo, y poseen o exigen información adecuada sobre los emisores que van a financiar y pueden tener mayor

seguridad de que los proyectos en los cuales van a invertir son los más productivos y que les generarán mayores retornos. El sector financiero, por el contrario tiene pasivos de corto plazo y por lo tanto le es difícil otorgar créditos de largo plazo, especialmente en economías donde las tasas de interés son volátiles y existe por lo general una deficiente información sobre los deudores. Por lo tanto, el desarrollo de los inversionistas institucionales genera una oferta importante de recursos a largo plazo, que puede destinarse a financiar domésticamente grandes proyectos de inversión y por lo tanto reducen la dependencia del crédito externo. Varios países asiáticos, por ejemplo, han utilizado el ahorro institucional para financiar grandes proyectos de infraestructura. Países como Chile, al llevar a cabo el proceso de privatización, encontraron en los fondos de pensiones y las compañías de seguros grandes compradores de las empresas del Estado.

## **B. Efectos sobre el mercado de capitales**

El mercado de capitales de muchos países en desarrollo se ha caracterizado por un círculo vicioso de baja demanda y oferta de activos. Ejemplos como el de Chile permiten prever que la promoción de los inversionistas institucionales ayuda a romper este círculo vicioso y crear un nuevo círculo virtuoso de creciente demanda y oferta de instrumentos en el mercado de capitales (Ver Asia Pacific Economic Corporation Council, 1995 y Vittas, 1995 y Boecker, 1995). Los inversionistas institucionales pueden constituir con base en los pequeños ahorros del público grandes volúmenes de recursos que van a incrementar y estabilizar la demanda de activos en el mercado de capitales.

Al incrementarse la demanda de activos se estimula la oferta de papeles en el mercado de capitales. Los emisores, teniendo en cuenta que tienen prácticamente asegurada la colocación de sus emisiones, incrementan la oferta en el mercado primario, especialmente de papeles de largo plazo (acciones y papeles de deuda de largo plazo). Debido a las características y al tamaño de los recursos que manejan y la consecuente exigencia de realizar inversiones seguras, estos inversionistas tienen la capacidad de exigir toda la información que sea necesaria por parte de los emisores y como cuentan con gran habilidad para procesar dicha información, contribuyen a incrementar la transparencia del mercado y a establecer precios eficientes para los diferentes papeles. Por otra parte, los inversionistas han contribuido a aumentar la profundidad y liquidez del mercado secundario de valores. Esto a su vez ha ayudado a reducir los movimientos bruscos de precios que eventualmente podrían acompañar pequeños desequilibrios en este mercado.

Con la presencia de los inversionistas institucionales se ha observado una tendencia hacia la “securitización” de la economía, a través de la creación de nuevos instrumentos financieros transables en el mercado de capitales (titularización, derivados, emisión de bonos de empresas, emisión de acciones de empresas abiertas, cuotas en fondos de inversión etc.). En este proceso es muy importante el incremento de la oferta de papeles de diferentes plazos de maduración por parte del Estado, lo cual constituye un benchmark para los inversionistas.

En Chile, por ejemplo, el desarrollo de los inversionistas institucionales en los años 80 estimuló de manera importante el mercado de valores de renta fija de largo plazo. Hasta ese entonces los papeles de renta fija de largo plazo eran emitidos únicamente por el Banco Central y el sector privado no utilizaba la emisión de bonos para su financiamiento. Al desarrollarse los inversionistas institucionales, se generó una gran demanda por instrumentos de largo plazo. También, debido a la necesidad de recursos por parte del Banco Central para financiar la reforma se desarrolló un mercado de renta fija de largo plazo muy importante. Las empresas comenzaron a utilizar el endeudamiento directo en el mercado de capitales a través de la emisión de bonos, lo cual a su vez estimuló la aparición del sistema de clasificación de riesgo para todos los valores de oferta pública que permitió a los inversionistas obtener información de alta calidad sobre de los emisores. El mercado accionario también recibió un gran estímulo del desarrollo de los inversionistas institucionales. En un principio esto se dio a través del proceso de privatización de las empresas del Estado, en las que los inversionistas institucionales alcanzaron una gran participación. Luego, desde 1989, este proceso se vio reforzado a través del desarrollo de los fondos de capital extranjero y la transacción de acciones de las sociedades chilenas en el exterior a través de la emisión de ADR. Por último, en Chile, nuevos instrumentos financieros se han creado con el fin de satisfacer la demanda de activos de los inversionistas institucionales. Por ejemplo, hay que mencionar el desarrollo de las sociedades inmobiliarias de giro exclusivo, la creación de los fondos de inversión, de los mutuos hipotecarios y el desarrollo del mercado de opciones y futuros.

Como grandes demandantes, los inversionistas institucionales requieren y están dispuestos a pagar por servicios de alta calidad y eficientes por parte de las bolsas y mercados donde se transan los activos. Por lo tanto su presencia promueve la creación de centrales de registro y de instituciones de depósito de valores, el desarrollo de las agencias calificadoras de riesgo y la aplicación de nuevas tecnologías de información y telecomunicaciones al servicio de los inversionistas. Talvez lo más importante para ellos es obtener la información necesaria sobre quienes van a financiar. Por lo tanto, el “disclosure” de los emisores en el momento en que los activos se emiten es esencial para los inversionistas institucionales. Estos emisores también están interesados en cumplir con los requerimientos del disclosure pues una mejor información es compensada con mejores precios, debido a que hay menos riesgos. Esta lleva a una mayor transparencia que beneficia no solamente a los grandes inversionistas sino también a los inversionistas pequeños o individuales.

Otro beneficio podría resaltarse. En muchos países se trata de mantener una participación minoritaria de los inversionistas institucionales en las empresas en que invierten, en otros esto ha venido cambiando y se les ha permitido una mayor participación. En los dos casos, la exigencia a los emisores de dar a conocer toda la información necesaria sobre la empresa y en algunos casos la importante participación que tienen en ella, puede llevar a un mejor manejo y desempeño de la empresa. Esto puede ser interesante para economías emergentes donde se necesitan cambios en la actitud de los empresarios. Sin embargo, la regulación y las leyes deben impedir que los inversionistas institucionales



promuevan sus propios intereses al tener un gran poder de decisión en las empresas, lo cual puede ir muchas veces en contravía de los intereses de los ahorradores.

### **III. Clases de inversionistas institucionales y tipos de regulación**

En esta sección presenta de manera muy general una descripción de las diversas clases de inversionistas institucionales en el mundo y de los puntos más relevantes de la regulación para cada una de estas categorías<sup>4</sup>. En la siguiente sección abordaremos, de forma más detallada la descripción de los diferentes inversionistas institucionales en Colombia, Estados Unidos y Chile y se realizarán algunas comparaciones de tipo regulatorio y en cuanto a su importancia en la economía respectiva.

Para realizar una descripción de las clases de inversionistas que existen en el mundo conviene hacer una clasificación de estos de acuerdo con tres criterios: 1) el tipo de ahorro que manejan (voluntario u obligatorio), 2) dependiendo de si el ahorro que manejan es contractual o no y 3) dependiendo de quien asuma el riesgo (el ahorrador, o la administradora del fondo). Según el tipo de inversionista institucional, la regulación que sobre éstos exista va a ser diferente. Por lo general, los objetivos de la regulación son proteger al ahorrador, proteger el sistema como un todo y promover la competencia aunque con preponderancia de uno u otro objetivo según el tipo de inversionista. Para cada categoría trataremos de describir los objetivos e instrumentos utilizados en la regulación.

---

<sup>4</sup> Para una descripción detallada de los diferentes inversionistas institucionales ver Asia Pacific Economic Corporation Council (1995).

Los esquemas de ahorro voluntario administran el ahorro que libremente realizan las personas. Por el contrario, otros inversionistas institucionales manejan el ahorro que obligatoriamente realizan las personas (por mandato del Estado) y corresponden por lo general a los sistemas de retiro o pensiones.

El segundo criterio se refiere a si el inversionista institucional maneja ahorro de tipo contractual o no-contractual. El ahorro contractual es el que se realiza sobre un compromiso de ahorrar con fines específicos, i.e. para satisfacer necesidades de largo plazo. En este tipo de esquemas el ahorrador se compromete a cumplir con unos aportes periódicos y recibirá unos beneficios establecidos en el largo plazo. El ahorro contractual puede ser de tipo obligatorio o voluntario o una mezcla de los dos. El ahorro no contractual es la parte del ahorro voluntario que no se realiza sobre una base contractual, en el cual el ahorrador escoge cuánto invertir, por cuánto tiempo y en qué.

El tercer criterio de clasificación depende de quién asume el riesgo. En algunos casos el riesgo de mercado recae sobre el ahorrador y no sobre el inversionista institucional que administra el ahorro. En general, dentro de esta categoría encontramos los inversionistas institucionales que manejan ahorro de tipo voluntario. En la medida en que los ahorradores realizan decisiones de cómo invertir sus propios recursos y el momento de salir del fondo, el riesgo de mercado recae en gran parte sobre éste y no sobre el inversionista institucional. Por el contrario, en el caso de los inversionistas institucionales que administran el ahorro de

tipo contractual (tanto voluntario como obligatorio o por mandato), el riesgo recae sobre el inversionista institucional. En el caso de las compañías de seguros, sea cuál sea el desempeño de las inversiones, la compañía deberá responder al asegurado por el pago de las pólizas. Otros inversionistas manejan ahorro contractual de tipo obligatorio (caso de algunos esquemas de pensiones) en donde el Estado actúa por lo general como una garantía que asegura el pago de una pensión mínima al afiliado. En este caso, la regulación busca reducir el riesgo de mercado para el ahorrador y para el Estado, en última instancia).

Estos tres criterios básicos son útiles para ofrecer una clasificación general de los tipos más comunes de inversionistas institucionales. En la siguiente sección (IV) describiremos las clases de inversionistas que operan realmente en los tres países objeto de este estudio y las regulaciones a que están sometidos.

## **A. Los fondos de inversión**

### **1. Descripción**

En primera instancia pueden considerarse los llamados fondos o compañías de inversión. Estos fondos manejan ahorro de tipo voluntario, no contractual, donde por lo general el riesgo recae sobre el ahorrador y no sobre el inversionista. Bajo este esquema, los participantes deciden cuándo y cuánto invertir, y en muchos casos en qué invertir y cuándo salirse del fondo. Dentro de los fondos de inversión es posible distinguir tres categorías

importantes: “open end funds” (o fondos mutuos de inversión), los “close end funds” y los “unit trusts”.

- “Open end funds” o fondos mutuos de inversión: Se llaman “open-end funds” debido a que ofrecen continuamente participaciones al público. El ahorrador, dependiendo de sus objetivos realiza decisiones de inversión y puede retirarse cuando lo desee del fondo a través de la redención de sus activos. Los fondos mutuos se clasifican de acuerdo con los objetivos de inversión. Existen fondos que tienen por objetivo diversificar el portafolio invirtiendo en una gama amplia de papeles y alterando la composición de éste de acuerdo con los movimientos del mercado. Otros son más especializados, y por ejemplo, si el objetivo es lograr un crecimiento rápido del capital, invertirán los recursos en activos de alto riesgo (existen fondos especializados en invertir en los llamados “junk-bonds” que son papeles de alta rentabilidad y elevado riesgo). Si por el contrario el fondo desea actuar de manera más segura, invierte los recursos en papeles del gobierno de corto plazo. Otra clase de fondos está especializada en invertir en papeles de un sector económico específico.
- “Close-end funds”: Bajo esta modalidad, el fondo, en su inicio, ofrece una cantidad limitada de participaciones al público. El participante debe permanecer en éste hasta el final de las inversiones y si desea retirarse antes, no lo puede hacer a través de la redención de sus activos sino a través de la venta de su participación en el mercado secundario.

- “Unit trusts”: Bajo esta modalidad, el participante obtiene un interés resultante de la inversión en un paquete de activos, cuya composición no cambia en el tiempo. Muchas veces el activo del fondo es un porcentaje de un fondo mutuo de inversión.

## **2. Regulación**

Los fondos de inversión están por lo general sujetos a requerimientos de capital mínimo. Esta obligación puede darse sobre el valor del fondo mismo o sobre el patrimonio de la firma que los maneja. Cuando se exige un capital mínimo con respecto al valor del fondo se busca asegurar que la firma le devolverá al participante sus contribuciones en el caso de que no se alcance un nivel mínimo de capital a través de las inversiones. Básicamente, este requerimiento asegura al inversionista contra el riesgo de mercado. Cuando se exige un nivel mínimo de capital con respecto al patrimonio de la administradora del fondo, se busca evitar prácticas irregulares e irresponsables por parte de quienes manejan el fondo que puedan llevar a la insolvencia de éste. Dentro de esta misma línea, existen reglas para la elección de la junta directiva del fondo y de sus administradores y sobre el monto de las comisiones que pueden cobrar a los participantes por el manejo de sus recursos.

La regulación sobre los fondos de inversión en cuanto al manejo de las inversiones es por lo general menos estricta que para los demás tipos de inversionistas institucionales (ver más adelante). Esta normalmente no determina la calidad de las inversiones que pueden

realizar los fondos de inversión. Lo único de lo que se asegura el regulador es que la calidad de las inversiones del fondo (riesgosas o no riesgosas) esté de acuerdo con el objetivo del fondo, el cual se estipula en el momento de su creación, o que las inversiones estén dentro de los límites de exposición al riesgo que se determinan en el momento de la creación del fondo.

Sin embargo, la regulación obliga a los fondos a cumplir con los reportes periódicos tanto al ente regulador o supervisor, como a los participantes. La información a los participantes (o “disclosure”) debe ser muy completa con el fin de que éstos puedan escoger entre los diferentes fondos existentes, o entre los diferentes productos ofrecidos por un fondo. Por esta misma razón, existen estándares de valoración a precios de mercado para las inversiones de los fondos. Efectivamente, con el fin de determinar cuál debe ser el aporte al fondo y el monto que retira de éste, es conveniente que las inversiones estén valoradas a precios de mercado.

Por lo general, los activos adquiridos por los fondos de inversión deben estar depositados bajo la vigilancia o custodia de un banco o entidad autorizada para tal fin, con el objetivo de dar seguridad física a los títulos que adquieren.

## **B. Sistemas de retiro o de pensiones**

### **1. Descripción**

Una segunda categoría de inversionistas institucionales está conformada por los diferentes esquemas de retiro o pensiones. Estos inversionistas institucionales manejan ahorro de tipo obligatorio (por mandato del Estado) o voluntario, de tipo contractual en la medida que se basa en la promesa de realizar aportes periódicos y recibir al final de la vida laboral unos beneficios. En los esquemas de pensiones de tipo obligatorio, en la medida en que el Estado establece la obligación del aporte para pensiones y actúa como una garantía de última instancia, la regulación que éste impone sobre este tipo de inversionista institucional es estricta y busca disminuir al máximo el riesgo para el ahorrador y para el mismo Estado. En otros países el aporte para pensiones es voluntario. La retención para seguridad social (que cubre salud, desempleo, y pensiones) sí es obligatoria, pero sus beneficios resultan en un nivel de pensión básico que puede ser insuficiente. Para estimular el ahorro voluntario para complementar este beneficio, el Estado ofrece en muchos casos exenciones tributarias a este tipo de ahorro. También, las empresas otorgan el beneficio para pensiones con el fin de atraer trabajadores y retenerlos en las empresas<sup>5</sup>.

Los diferentes planes de retiro pueden clasificarse de acuerdo con tres criterios: 1) La forma de financiación, 2) el tipo de administración y 3) el tipo de beneficios que otorgan.

---

<sup>5</sup> Para mayor detalle ver, CEPAL-PNUD (1992).

Desde el punto de vista del mercado de capitales, la distinción entre los programas de pensiones más importante es la que se puede hacer de acuerdo con la forma como éstos se financien. Existen dos tipos de financiación: i) el financiamiento sobre la marcha (o pay-as-you-go) y ii) los sistemas de capitalización (individual o colectiva). En algunos casos la financiación del programa es una mezcla de financiamiento sobre la marcha y capitalización. Cuando el sistema se financia sobre la marcha, los recaudos realizados en un período se destinan a pagar las pensiones de quienes en ese mismo período se jubilan. En este caso, este tipo de programa no constituye un inversionista institucional, pues no se realiza una acumulación de reservas destinada a invertirse en el mercado de capitales, ni tampoco se van acumulando los aportes sucesivos en una cuenta individual del empleado. Los aportes simplemente otorgan el derecho a recibir en el futuro un beneficio normalmente predefinido (a una tasa determinada). Los montos de reservas que se acumularían transitoriamente, en caso de destinarlos a la inversión deberían colocarse en papeles muy líquidos (un ejemplo de este esquema los constituye el Instituto de Seguros Sociales, ISS, en Colombia).

En un sistema de pensiones que opera bajo un sistema de capitalización (individual o colectiva), los recursos recaudados se acumulan bajo la forma de reservas financieras (depositándolas en una cuenta individual o colectiva), que se invierten luego en el mercado de capitales. Las reservas y lo que se obtiene por concepto de inversiones, pagarán en un futuro las pensiones de las generaciones que constituyeron dichas reservas. Un ejemplo de sistemas de capitalización individual son los fondos de pensiones que operan actualmente en Chile, Colombia, Perú y Argentina o los planes personales ofrecidos en los Estados Unidos.



Un programa de capitalización colectiva es el que podría adquirirse en una compañía de seguros, donde el afiliado deposita su contribución y la compañía le paga en el momento del retiro una pensión de acuerdo como lo estipule la ley. Esta contribución iría a engrosar las reservas técnicas de la compañía de seguros (y no una cuenta individual del afiliado).

Otra distinción puede hacerse en cuanto a la forma como se administran dichos programas de pensiones. Algunos sistemas son de administración centralizada e integrada. En este caso, el Estado define como obligatorios los planes de pensiones y tiene la responsabilidad de manejar el sistema produciendo los servicios necesarios. Otros sistemas son de administración descentralizada y el Estado conserva las atribuciones para imponer la obligatoriedad y la autoridad para fiscalizar, pero entrega a terceros el manejo y producción de servicios del programa.

La última distinción que puede hacerse es de acuerdo con la estructura de los beneficios otorgados por el plan. Algunos programas son de contribución definida y otros de beneficios definidos. En el caso de los planes de contribución definida, los empleados y empleadores conocen el monto de lo que han aportado, pero el beneficio recibido en un futuro es incierto pues éste es determinado, no solamente por el monto de los aportes sino también por el retorno sobre las inversiones. Por el contrario, en un sistema de beneficio definido, el beneficio es determinado con anterioridad, sin tener en cuenta el monto de aportes de los trabajadores. Generalmente, los esquemas de beneficios definidos se financian bajo un

esquema de financiación sobre la marcha o son parcialmente “fondeados”. Los sistemas de contribución definida son por definición sistemas de capitalización.

También pueden distinguirse los programas de pensiones (en fondos o compañías de seguros) que reciben aportes voluntarios por parte de los empleados, los cuales buscan un complemento al ahorro realizado a través del programa obligatorio. Esta es por lo tanto otra distinción que puede hacerse.

De acuerdo con las distinciones anteriormente hechas podemos identificar los modelos más frecuentes:

- Sistemas de reparto: son programas que se financian sobre la marcha, que son administrados por entidades estatales y que son de beneficios definidos (por ejemplo, el ISS). Por lo anteriormente explicado, debido a que no acumulan reservas que luego se invierten, no operan como inversionistas institucionales.
- Otro tipo de sistemas son los fondos de previsión (National Provident Funds), que son programas de contribución definida, de capitalización en la medida que acumulan reservas financieras y son administradas por entidades centralizadas, especializadas y estatales. Este tipo de fondos es común en los países asiáticos y africanos (por ejemplo, en Singapur, Malasia, Sri Lanka).

- Los fondos privados de capitalización, que son de beneficios o contribuciones definidas, administrados por entidades privadas especializadas (pero donde el aporte es impuesto por el Estado) y que acumulan reservas financieras en cuentas individuales (ejemplo, los fondos de pensiones en Chile o Colombia).
- Existen también los planes de pensiones voluntarios (esquemas ocupacionales o de ahorro personal) que por lo general se toman como alternativa al plan obligatorio o con el fin de complementar los ingresos de éste último. Por lo general existen en los países desarrollados (i.e. países de la Comunidad Económica Europea y Estados Unidos). Pueden ser de beneficio definido o de contribución definida.

## **2. Regulación sobre los fondos de pensiones**

Hay que recordar que los planes de pensiones de capitalización (que son los considerados inversionistas institucionales), manejan ahorro de tipo voluntario u obligatorio: En este caso, el Estado impone la obligación de aportar al sistema de pensiones, define el marco regulatorio dentro del cual operan los fondos y es fiscalizador del cumplimiento de las normas, aunque el fondo sea administrado por entidades privadas. Por otra parte, en los sistemas obligatorios el Estado es una garantía de última instancia (debe responder por un nivel básico en caso de que los resultados no sean satisfactorios). Por estas razones, la regulación existente sobre los fondos de pensiones es estricta, no solamente con el fin de proteger al ahorrador sino también con el fin de asegurar la solvencia de las administradoras.

En el caso de los fondos de tipo voluntario, la regulación suele ser más relajada. Normalmente en la medida en que las administradoras manejan recursos de terceros, la regulación debe evitar que se presenten conflictos de interés entre las dos partes, y siempre prime el interés de los afiliados.

De nuevo, como en el caso de los fondos de inversión existen unas exigencias de tipo operativo sobre los fondos mismos y sus administradores. Normalmente se exige un nivel de capital mínimo, sobre el valor del fondo o sobre el patrimonio de la administradora y una separación entre el patrimonio de la administradora y los recursos del fondo. De la misma manera, existen reglas para la fijación de las comisiones cobradas por las por el manejo de los recursos de los afiliados.

La regulación sobre las inversiones, especialmente cuando los fondos manejan ahorro de tipo obligatorio es estricta. Generalmente, cuando se trata de ahorro obligatorio, se diseñan restricciones de portafolio o prudenciales con el fin de minimizar el riesgo de pérdidas de capital y limitar las inversiones en activos de alto riesgo. Por lo tanto en muchos países existen restricciones de tipo cualitativo y/o cuantitativo sobre el manejo del portafolio. Por otra parte, en la medida en que uno de los beneficios de los fondos es mantener un portafolio diversificado, en muchos casos, la regulación impone límites de tipo cuantitativo sobre las inversiones que se definen como porcentajes máximos (con respecto al valor del fondo) de inversión por instrumentos y porcentajes máximos de inversión por emisor. Si los fondos

manejan ahorro de tipo voluntario estas restricciones son más relajadas y en algunos casos pueden no existir.

En el caso de los fondos de pensiones existe la exigencia de reportar frecuentemente toda la información necesaria tanto al regulador como al afiliado. El afiliado, aunque no tenga influencia sobre las decisiones de inversión del fondo, puede escoger entre los diferentes fondos de pensiones de acuerdo con la rentabilidad obtenida por éstos y el monto de las comisiones. En este sentido, para determinar la rentabilidad del fondo y compararla con la obtenida por otros es importante que existan estándares de valoración a precios de mercado de las inversiones. Los fondos deben reportar al regulador información sobre la composición y el desempeño del fondo y también, sobre los estados financieros de las administradoras.

En algunos países, los fondos de pensiones deben garantizar al afiliado una rentabilidad mínima. Con este fin deben mantener un encaje de propiedad de la administradora para cubrir eventuales déficits de rentabilidad. En algunos casos, se define también un nivel de rentabilidad máxima, y si la rentabilidad obtenida por el fondo es superior a este nivel máximo, el excedente se destina a un fondo de estabilización el cual se afecta (antes que el encaje) para cubrir eventuales déficits de rentabilidad.

Generalmente, se exige que los títulos estén bajo la custodia o vigilancia de una entidad autorizada para esta función.

## **C. Compañías de seguros**

### **1. Descripción**

Las compañías de seguros manejan ahorro de tipo contractual, voluntario y donde el riesgo de mercado recae totalmente sobre la compañía. En este caso la compañía, sea cual sea el desempeño de sus inversiones debe garantizar al asegurado el pago de su póliza. A cambio de esto el asegurado se compromete a realizar pagos periódicos a la compañía. Existen compañías de seguros de vida y de seguros generales. Algunas compañías son de propiedad de sus accionistas, otras son de propiedad de los tenedores de las pólizas y otras pertenecen al Estado. En muchos países, las compañías de seguros pueden también ofrecer planes de pensiones, pero en tal caso se deben regir a las disposiciones de la regulación a este respecto.

### **2. Regulación**

Debido a que manejan ahorro de tipo contractual, las compañías de seguros deben cumplir con un nivel mínimo de capital para su creación con el fin de que éste sirva como colchón en el caso de que las primas y los retornos de las inversiones no sean suficientes para cumplir con el pago de las pólizas. No sólo se necesita de un nivel de capital mínimo inicial pues para ejercer la actividad de aseguradoras, las compañías deben mantener una relación de

solvencia establecida por la regulación que la exige un nivel de capital que se ajusta de acuerdo con el nivel de obligaciones contractuales. De esta manera, se asegura que las compañías puedan cumplir con sus obligaciones presentes y futuras.

La regulación obliga a las compañías a constituir reservas para respaldar las obligaciones que tienen para con los afiliados. Estas reservas son las que se destinan a la inversión en activos financieros. De la misma manera que para los fondos de pensiones, la regulación puede establecer límites cualitativos a las inversiones de las reservas de las compañías de seguros. También pueden imponerse límites máximos de inversión por instrumento y límites máximos de inversión por emisor. El objetivo de estos límites es que las compañías puedan cumplir con sus obligaciones futuras y que por lo tanto haya un límite de exposición al riesgo. Muchas veces los límites a las inversiones de riesgo pueden establecerse a través de adecuaciones del capital en función de inversiones riesgosas o de baja liquidez.

Por lo general se exige una valoración de las inversiones a precios de mercado aunque no tan frecuente como en el caso de fondos de inversión o fondos de pensiones. Esta valoración se debe realizar cuando se hagan reportes de los estados financieros al ente encargado de la vigilancia. Como las compañías tienen que cumplir en cualquier momento con sus obligaciones, deben mantener una determinada proporción de su portafolio en activos líquidos. Estos requerimientos de liquidez son por lo general impuestos por la regulación.

La información (disclosure) que deben proveer las compañías a sus clientes no necesariamente incluye la composición y desempeño de sus inversiones. En este caso la información importante es en cuanto al monto de las primas y al cubrimiento que ofrecen.

#### **D. Otros inversionistas institucionales**

Existen otros inversionistas institucionales, que consisten por lo general en instituciones financieras que manejan elevados volúmenes de recursos y que los invierten en el mercado de capitales, pero cuya única función no es el manejo del portafolio de los participantes. Pueden considerarse en esta categoría los bancos comerciales, los bancos de inversión e instituciones financieras y de crédito especializadas. En este trabajo no nos analizaremos este tipo de inversionistas institucionales.

#### **IV. Comparación de los inversionistas institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos**

En esta sección abordamos las comparaciones entre los inversionistas institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos. Estas comparaciones están centradas en los aspectos regulatorios. El desempeño de los inversionistas y su aporte al mercado de capitales son difíciles de comparar en detalle, sin embargo se realizarán algunas diferenciaciones de tamaño relativo dentro de la economía y del mercado de valores.



## **A. Clases de inversionistas institucionales**

En el Cuadro 1, se pueden apreciar los diferentes tipos de inversionistas institucionales que operan en cada uno de los países.

En cuanto a los inversionistas que manejan ahorro voluntario (no contractual), tenemos en Colombia los llamados Fondos de Valores (abiertos y cerrados) y los Fondos de Inversión (abiertos o cerrados), en Chile, los llamados Fondos Mutuos (abiertos) y los Fondos de Inversión (cerrados). Por último en los Estados Unidos además de los “Closed-End Funds” y los “Open-End Funds”, existen los Unit Trusts.

En cuanto a los inversionistas que manejan ahorro contractual voluntario, tenemos en Colombia, Chile y Estados Unidos las compañías de seguros (de vida, generales y de reaseguros). En Colombia, dentro de esta categoría se pueden distinguir además las sociedades de capitalización que constituyen una forma particular de ahorro. Estas sociedades ofrecen al ahorrador cédulas y títulos de capitalización, constituyéndose en una modalidad de ahorro donde la persona se fija una cuota mensual por un período de tiempo determinado, durante el cual participa en sorteos. También dentro de esta modalidad se encuentran los llamados Fondos Mutuos de Inversión (que difieren de la definición estándar). Estos fondos administran una modalidad de ahorro particular. En Colombia, las empresas pueden constituir fondos mutuos en donde el empleado aporta un porcentaje de su salario y el empleador deposita una suma equivalente (la cual al término de un tiempo es

propiedad del trabajador). Estos recursos se invierten en el mercado de capitales y los rendimientos correspondientes se depositan en la cuenta del trabajador. Es en realidad un vehículo que se creó en Colombia en los años 60, con el fin de promover el ahorro doméstico e impulsar el desarrollo del mercado de capitales. Por último, tenemos los recursos depositados en las compañías de seguros con el fin de adquirir un plan de pensión voluntario. El tamaño de este negocio es muy reducido en Colombia. En los Estados Unidos dentro de la misma categoría se pueden distinguir los planes conjuntos de seguros y ahorro, ofrecidos por las compañías de seguros. En Chile próximamente funcionarán los fondos para vivienda (manejados por Administradoras de Fondos para Vivienda) que operan con recursos que voluntariamente aportarían las personas que deseen participar del sistema de leasing habitacional para la compra de vivienda y que tienen como objetivo cubrir el valor de la opción de compra del inmueble.

Dentro de los sistemas de pensiones que manejan ahorro obligatorio tenemos en Colombia y en Chile a los fondos privados de pensiones que operan bajo un esquema de capitalización y de contribución definida.

En Estados Unidos, encontramos los fondos de pensiones privados y los sistemas de pensiones públicos. Los fondos de pensiones privados son de capitalización y operan ya sea bajo la modalidad de contribución definida o de beneficio definido. En los fondos de pensiones de contribución definida, los beneficios de los individuos son cubiertos por sus aportes y por el rendimiento de las inversiones. Estos planes son ofrecidos por compañías de

seguros, bancos, fondos mutuos y otras instituciones financieras. En el esquema de beneficio definido, los beneficios se basan en los pagos predefinidos por el empleado. En este tipo de sistemas, los empleadores invierten los recursos de los empleados en bancos, fondos mutuos o compañías de seguros, para que estos manejen los recursos a través de su inversión en el mercado de capitales. Los fondos de pensiones públicos en Estados Unidos, son operados por los gobiernos estatales y locales y están diseñados para ofrecer planes a los empleados estatales, municipales, distritales y de otras entidades gubernamentales locales<sup>6</sup>. Son planes de capitalización (no operan sobre una esquema de pay-as-you-go) y son por lo general de beneficio definido. Pueden complementarse con planes de contribución definida similares a los ofrecidos por el sector privado. En los últimos años han tenido gran acogida los planes llamados 401k, que son de contribución definida pero donde el empleado o afiliado dirige la inversión. Estos planes ofrecen ventajas a los empleadores, para los cuales se reduce el costo en la medida en que el riesgo de mercado es asumido por el afiliado y, por otra parte, el empleado recibe beneficios de tipo tributario.

En Colombia dentro de la categoría de ahorro obligatorio, tenemos también a los Fondos de Cesantías. Las empresas deben, al final de cada período, depositar las cesantías a las cuales tienen derecho los empleados en un fondo manejado por terceros. Los recursos se depositan en la cuenta individual del trabajador. La totalidad de los recursos son invertidos en el mercado de capitales y el empleado obtendrá los rendimientos correspondientes a dichas inversiones. Anteriormente, las cesantías eran manejadas por las empresas pero a raíz

---

<sup>6</sup> Existe un sistema pensional que cubre un nivel básico (de pensiones) para los empleados federales, que opera bajo un esquema pay-as-you-go.

de la Reforma Laboral, se eliminó la retroactividad que existía sobre éstas y se transfirió su manejo a terceros. Los empleados pueden retirar sus cesantías cuando termine su trabajo en la empresa (aunque tiene la opción de mantenerlas en el fondo) y también pueden realizar retiros para fines especiales (compra o mejora de vivienda, y educación, por ejemplo).

En la categoría de los otros inversionistas institucionales tenemos en Colombia los llamados Fondos Comunes Ordinarios, Las Sociedades Fiduciarias y las Corporaciones Financieras. En los Estados Unidos dentro de esta categoría podemos distinguir los “bank personal trusts”, los bancos comerciales, las firmas comisionistas de bolsa y otras instituciones de crédito que manejan ahorro de largo plazo.

## **B. Aspectos regulatorios**

En esta sección se compara la regulación existente sobre las diferentes categorías de inversionistas institucionales en los tres países: Colombia, Chile y Estados Unidos. Generalmente existen pequeñas variaciones al pasar de un país a otro, lo que hace que la regulación no sea comparable en detalle. Sin embargo, nuestro interés es describir a grandes rasgos las diferencias existentes en cuanto a los objetivos e instrumentos utilizados por la regulación para limitar en uno u otro sentido las inversiones realizadas por los inversionistas institucionales. Para los fondos de pensiones haremos un análisis diferente. En la medida en que disponemos de información para los fondos privados de pensiones en Chile, Argentina y Colombia, y debido a que éstos operan de manera similar en los tres países, entraremos a

una comparación un poco más detallada la cual puede resultar interesante para el diseño y perfeccionamiento de la regulación en el caso colombiano.

## **1. Fondos de Inversión**

No hacemos en esta sección una distinción entre fondos abiertos y cerrados, pues es de suponer que las diferencias entre ambos a nivel de la regulación no son de gran importancia. Los resultados de esta comparación se encuentran en el Cuadro 2. Distinguimos tres aspectos básicos sobre los cuales puede realizarse una diferenciación. Estos son: 1) las restricciones al portafolio (o límites de inversión), 2) la existencia de reglas, similares para todos los fondos de inversión al interior de un país, en cuanto a valoración de las inversiones y obligación de reporte (tanto al ente que los supervisa como a los participantes) y, 3) en cuanto a la custodia de los títulos.

Con respecto a las restricciones al portafolio encontramos similitudes entre el caso colombiano y chileno (nos referimos a los fondos de valores y fondos de inversión en el caso colombiano y a los fondos mutuos y de inversión en el caso chileno). En ambos países existen límites cuantitativos a las inversiones tanto por instrumento como por emisor. En el caso colombiano de los fondos de inversión y de los fondos de valores abiertos, existe un porcentaje mínimo del valor del fondo que debe invertirse en títulos de alta liquidez (10%). Estos dos casos difieren del caso americano en donde no se imponen límites ni cualitativos, ni cuantitativos a las inversiones. La función del regulador consiste simplemente en verificar

que las inversiones realizadas por el fondo y su exposición al riesgo sean compatibles con el objetivo del fondo el cual se estipula en el momento de su creación. En este país, en el caso de los fondos mutuos existe una exigencia de liquidez debido a que los participantes pueden en cualquier momento salir del fondo a través de la redención de sus inversiones. La regulación exige a los fondos que mantengan una proporción específica del 85% de los activos del fondo en papeles líquidos. Aunque la liquidez no se define explícitamente en la regulación, por liquidez se entiende que los activos puedan liquidarse en el término de 7 días hábiles.

Observamos que en los tres países estos existen reglas de valoración. La valoración en todos los casos debe realizarse diariamente a precios de mercado. Además en los tres casos existe la obligación de hacer reportes periódicos al ente regulador (Superintendencia de Valores en el caso colombiano, Superintendencia de Valores y Seguros en el caso chileno y a la SEC, Securities Exchange Commission, en el caso americano) y también a los participantes. La información completa a estos últimos es el instrumento esencial de la regulación a los fondos de inversión en el caso americano. El “Investment Company Act”, exige que los fondos se inscriban a la SEC y que cumplan con las obligaciones de reporte a ésta, a los participantes y al público en general, a través de información sobre el desempeño de la compañía y todo lo relacionado con sus inversiones. El “full disclosure” por parte de los fondos es esencial para que los participantes realicen decisiones de inversión con base toda la información necesaria y adecuada sobre todos los fondos disponibles en el mercado.

Esta información debe incluir la composición del portafolio de los fondos, su desempeño y rentabilidad, las perspectivas de inversión etc.

En los tres casos se exige que los títulos estén custodiados en una entidad que esté facultada para hacerlo.

## **2. Fondos de pensiones**

En el caso de los fondos de pensiones también pueden realizarse algunas comparaciones entre países en cuanto a su régimen de inversión. Como lo habíamos anunciado en esta sección incluimos algunas comparaciones detalladas sobre la regulación de los fondos privados en Colombia, Chile y Argentina, los cuales funcionan de manera muy similar. A su vez se contrasta dicha regulación con la existente en los Estados Unidos.

En cuanto a los fondos de pensiones privados en los Estados Unidos (Cuadro 3), tenemos que la ley que los regula es ERISA (Employee Retirement Income Securities Act de 1974) mientras que los gobiernos estatales y locales regulan los fondos de pensiones públicos. La regulación (de acuerdo con ERISA) exige que los administradores del fondo manejen los recursos de éste con habilidad, diligencia, cuidado y prudencia, con el único objetivo de satisfacer los intereses de los afiliados. Es decir, el único requisito es que los administradores que manejan fondos de terceros actúen de acuerdo con la “regla del hombre prudente”. Aunque se sugiere que los planes de inversión deben ser diversificados de manera

a minimizar los riesgos de grandes pérdidas, la regulación no impone límites cualitativos o cuantitativos a las inversiones. Esto se deja a juicio de los que manejan el fondo. La simplicidad de esta regulación se debe probablemente a que el ahorro que estos fondos manejan es de tipo voluntario, sin embargo la regla del hombre prudente, acompañada de una promoción de la competencia y exigencias de información completa, parece ser la base de la regulación en casi todas las entidades que operan en el mercado de capitales norteamericano.

En este aspecto hay diferencias con la regulación que tienen los fondos pensiones privados en Colombia, Chile y Argentina. En el caso de Colombia el ente regulador y supervisor es la Superintendencia Bancaria (entidad encargada de vigilancia del sector financiero). En Chile la regulación está a cargo del Banco Central y la supervisión a cargo de la Superintendencia de Fondos de Pensiones (es decir, un entidad especializada en la supervisión de los fondos de pensiones en Chile). En Argentina los entes reguladores son el Banco Central, la Superintendencia de AFJP y la Comisión de Valores y la entidad supervisora es la Superintendencia de AFJP.

En estos países, la regulación selecciona los instrumentos financieros en los cuales los fondos pueden invertir y además impone límites cuantitativos y en algunos casos cualitativos. Generalmente estos límites consisten en un porcentaje máximo de inversión por instrumento y por emisor y buscan, por una parte evitar que los fondos inviertan en papeles



de alto riesgo y por otro, la diversificación del portafolio de los fondos. Sin embargo, existen diferencias en este aspecto de la regulación (Cuadro 4).

Chile es el único caso en el que el Banco Central establece los límites por instrumento pero la ley le impone un rango dentro del cual fija los límites. En Chile, Colombia y Argentina, para las inversiones en papeles oficiales este límite se sitúa alrededor del 50%, sin embargo hay que anotar que en Colombia la inversión en papeles del gobierno puede alcanzar este porcentaje pero los papeles emitidos por el Banco de la República no tienen límite de inversión. El límite máximo de inversión en papeles emitidos y garantizados por instituciones financieras es de 50% para Chile y Colombia pero del 28% en Argentina. Los fondos pueden invertir hasta un 37% del portafolio en acciones en Chile, hasta un 35% en Argentina y hasta 30% en Colombia. Los bonos emitidos por empresas pueden representar hasta un 45% en Chile, hasta un 40% en Argentina y hasta un 20% en Colombia. El límite máximo que pueden representar las participaciones en fondos de inversión dentro de las inversiones de los fondos de pensiones es del 15% en Chile (sumando el límite de participación en fondos de inversión inmobiliaria y el de participaciones en fondos de riesgo o mobiliarios). Para Colombia las inversiones en fondos de inversión computan dentro del límite de inversión en acciones. Los títulos denominados en moneda extranjera pueden representar el 9% del portafolio en Chile (aunque sólo 4.5% puede estar invertido en papeles extranjeros de renta variable). Este límite es de 10% en Argentina para papeles emitidos por estados extranjeros o/y por organismos internacionales, y 7% para inversiones en títulos de sociedades extranjeras. En Colombia, el límite para las inversiones en el extranjero (títulos

financieros emitidos o aceptados por entidades bancarias del exterior, bonos inscritos en alguna de las bolsas reconocidas internacionalmente, emitidos por organismos multilaterales, gobiernos extranjeros o entidades públicas extranjeras con garantía de su gobierno) es el 10%. Las inversiones en cédulas hipotecarias (o letras hipotecarias o titularización) pueden alcanzar 50% del portafolio en Chile, 28% en Argentina y 30% en Colombia. El límite para las inversiones en papeles derivados es de 9% en Chile, 2% en Argentina y Colombia no los considera.

Como puede observarse, los papeles admitidos para las inversiones de los fondos son prácticamente los mismos en los tres países. El nivel de los límites es en muchos casos más reducido en Argentina (y en algunos casos en Colombia) que en Chile. Sin embargo, cuando los fondos estaban apenas comenzando en Chile (como es en este momento el caso de Colombia y Argentina), los límites e incluso las posibilidades de inversión eran mucho más restrictivas (de lo que actualmente son en estos dos países). Por consiguiente es de interés presentar de manera muy breve un resumen de la evolución de los límites de inversión en Chile desde su creación en 1981 hasta hoy.

De acuerdo con el trabajo realizado para Chile (Fuica e Iglesias, 1995), los límites de inversión han ido cambiando como resultado del gran crecimiento experimentado en el volumen de recursos manejados por los fondos y por la experiencia en esta materia que han ido ganando el sector privado y público. En un principio los fondos solamente podían invertir en papeles de deuda emitidos por el Estado, en títulos emitidos por instituciones

financieras, en bonos de empresas públicas y privadas y en cuotas de otros fondos de pensiones. No se podía invertir en acciones y ni en papeles extranjeros. No existía ningún límite para la inversión en papeles del Estado. Esto obedecía que en un principio la regulación buscaba la seguridad del sistema, garantizar buenos resultados a los ahorradores para superar los temores del cambio y así lograr la consolidación del sistema. Por otra parte, el Estado buscaba que los fondos, a través de la inversión en papeles de deuda, financiaran el déficit fiscal de la transición entre un esquema y otro. Por lo tanto, en un principio, el portafolio de los fondos estaba poco diversificado y estaba concentrado en papeles de renta fija (nacional) y del sector oficial. Sin embargo, el fuerte crecimiento de los fondos y la necesidad de diversificar el portafolio llevó a ampliar las alternativas de inversión y alterar la estructura de límites. Así en 1982, el límite máximo de inversión en papeles emitidos y garantizados por instituciones financieras pasó de 70% a 40% y en 1985, el límite para papeles estatales se estableció en 45% y el límite para bonos de empresas pasó de 60% a 40% (en 1990, este último límite volvió a incrementarse a 50%). En 1985, se produjo otro cambio muy importante que permitió la inversión hasta en un 30% del portafolio en acciones de empresas que se adhirieran a una normativa especial impuesta por la regulación en materia de desconcentración de la propiedad y políticas de inversión y financiamiento. Se buscaba, paralelamente, el éxito del proceso de privatización llevado a cabo en Chile en esa época y por lo tanto durante los tres primeros años en los cuales se autorizó la inversión en acciones se limitó el número de empresas en las cuales se podía invertir (ocho, todas en proceso de privatización). A medida que las autoridades se dieron cuenta de que el riesgo se controla mejor con una diversificación del portafolio y no con límites sobre el nivel de riesgo

individual de cada instrumento, se fueron ampliando gradualmente las alternativas de inversión en acciones (en 1989 se permitió la inversión en acciones de empresas con propiedad concentrada y en acciones de sociedades inmobiliarias). En 1993, se elevó de nuevo el límite de inversión en acciones a 37%.

En 1990 se incorporaron dentro de las alternativas de inversión las cuotas de fondos de inversión mobiliarios, inmobiliarios y de desarrollo de empresas. En este mismo año, por primera vez se autorizó a los fondos de pensiones para invertir en el extranjero. Primero se autorizaron las inversiones en títulos emitidos o garantizados por Estados, bancos centrales, instituciones bancarias o internacionales. Se restringió el grupo de monedas y no se otorgó la posibilidad de cubrirse del riesgo cambiario o de variación de tasas de interés. En 1994, se ampliaron las alternativas de inversión en el extranjero a acciones, bonos de empresas, y cuotas de fondos mutuos y de inversión internacionales. Igualmente, se permitió el cubrimiento del riesgo de variación en el tipo de cambio y en las tasas de interés.

Para Colombia resulta interesante ver la evolución de los límites de inversión de los fondos de pensiones en Chile. En Colombia, por ejemplo, el límite de inversión en acciones es de 30% y como se verá más adelante el porcentaje alcanzado por los fondos en este tipo de papel es muy reducido (1.6% en 1994). En Chile se ha venido ampliando el límite porque el crecimiento del volumen de recursos de los fondos y su inversión en acciones así lo ha requerido. En Colombia, es probable que si los fondos invirtieran todo lo permitido en acciones no existiera la oferta de acciones necesaria para satisfacer esta demanda. Por otra

parte, sería muy riesgoso que desde el principio todos los fondos dedicaran el máximo permitido a la inversión en acciones, especialmente en un mercado donde el precio de las acciones es muy volátil. En Chile, la alternativa de inversión en acciones fue acompañada de un proceso de privatización muy profundo, donde los fondos de alguna manera se vieron obligados a tener una gran participación de las empresas que eran privatizadas. En Colombia, la simultaneidad de las dos medidas no es muy clara.

En cuanto a los límites por emisor también pueden realizarse comparaciones interesantes (Cuadro 5). En Colombia los límites individuales por emisor establecen que las inversiones en títulos de un mismo emisor no podrán superar el 10% del valor de un fondo. Por otra parte se establece que un fondo de pensiones no podrá invertir en acciones y bonos convertibles en acciones de una sociedad más del 10% de las acciones y bonos convertibles en acciones en circulación. Para el caso de acciones de baja y mínima liquidez bursátil este porcentaje se reduce a 1% y para el de acciones con alta y media liquidez, este porcentaje se reduce 5%.

En Chile, los límites por emisor se definen de una manera un poco más compleja no solamente con base en un porcentaje máximo del valor del fondo y, sino también como un porcentaje máximo del patrimonio del emisor (es el mínimo valor entre estos dos límites). En el caso de la inversión en acciones, el límite por emisor es un 5% del valor del fondo. Este porcentaje puede verse ajustado hacia abajo dependiendo del grado de concentración de la propiedad del emisor, del grado de liquidez de la acción y del grado de control que la

empresa tenga sobre sus activos (ver Fuica e Iglesias, 1995). Este límite de 5% del valor del fondo ajustado por los factores anteriormente mencionados opera para empresas que han pasado y aprobado un proceso de calificación por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgos. en el caso de que dicho proceso no se apruebe este porcentaje se reduce a 0.15% del valor del fondo. El límite como porcentaje del patrimonio del emisor, el cual se sitúa en 7%, busca limitar el grado de control patrimonial que puede ejercer una AFP sobre un emisor y así mantener el papel de inversionista minoritario de los fondos de pensiones.

En Argentina, también existen límites por emisor que se definen con base en porcentajes del valor del fondo y del patrimonio del emisor. Por ejemplo, en el caso de las acciones el límite de inversión en un mismo emisor no podrá superar nunca el 1.5% del valor del fondo, el 5% del patrimonio del emisor o un monto que habilite a ejercer más del 5% del derecho a voto en toda clase de asambleas. El límite es el menor entre estos dos valores. Estos límites sólo aplican para tenencias superiores a \$500.000 (en pesos argentinos).

Resulta también interesante observar cómo en Chile, al comienzo del funcionamiento del sistema no se requería la evaluación del riesgo de los emisores, pero ésta se fue imponiendo a medida que iban creciendo y desarrollándose los fondos de pensiones. En 1985, se estableció la obligación de someter a una clasificación de riesgo todos los instrumentos de oferta pública que pudieran ser adquiridos por los fondos de pensiones y para este fin se creó la Comisión Clasificadora de Riesgo. Aunque este organismo fue creado con el objeto de determinar la diversificación del portafolio de los fondos de pensiones, el

resto del mercado comenzó a realizar sus decisiones con base en estas calificaciones. Este paso contribuyó a que a finales de los ochenta se comenzara a desarrollar el sistema privado de calificación de riesgo. El desarrollo de este sistema privado, aunque ha sido lento, con las modificaciones que se introdujeron en 1994 va seguramente a verse fortalecido. En Argentina también existe la calificación de riesgo de los emisores. En particular, los títulos privados (obligaciones negociables, acciones, títulos valores emitidos por sociedades extranjeras, cédulas y letras hipotecarias) deben haber sido objeto de calificación previa por parte de las sociedades inscritas en el Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo, reguladas por la Comisión Nacional de Valores. En el caso de títulos valores emitidos por las municipalidades, provincias, empresas del Estado, depósitos a plazo fijo en instituciones financieras, y títulos valores emitidos por Estados extranjeros u organismos internacionales, corresponde al Banco Central de la República Argentina calificarlas como susceptibles de ser adquiridas con los recursos de los fondos de pensiones y jubilaciones. Esta calificación puede ser delegada a las sociedades inscritas en el Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo.

En Colombia, todavía no es requisito la evaluación de riesgo del emisor para que los títulos puedan ser adquiridos por los fondos de pensiones.

En Chile, Argentina y Colombia los fondos de pensiones deben valorar diariamente (y reportar a la entidad supervisora) sus portafolios de inversión. Dicha valoración debe realizarse a precios de mercado de acuerdo con unos estándares de valoración.

Periódicamente deben reportar a dicha entidad los estados financieros de la administradora y toda la información necesaria sobre el fondo. En el caso de los Estados Unidos los fondos de pensiones deben reportar al Departamento de Trabajo, los estados financieros y la información necesaria sobre los portafolios de los fondos. Esta información debe reportarse a precios de mercado. Aquí no es necesario que los fondos sean valorados diariamente como si es obligatorio para los fondos mutuos. La razón de esto es que los fondos de pensiones invierten para garantizar las necesidades de los participantes en el largo plazo (en el momento del retiro), mientras que los fondos mutuos deben garantizar la liquidez necesaria de corto plazo de los participantes. Por otra parte, el mercado es menos volátil en comparación con el de Chile, Argentina y Colombia y los agentes observan el mercado o están acostumbrados a valorar a precios de mercado. En los países de la región, una de las razones de la exigencia de valoración diaria se ha impuesto probablemente para crear en los agentes la disciplina de mirar el mercado, lo cual no siempre es el caso.

Por otra parte, en Colombia, Chile y Argentina existe una exigencia de rentabilidad mínima para los fondos de pensiones (Cuadro 6). En Chile y Argentina la rentabilidad mínima que debe garantizarse en un mes dado se define en función de la rentabilidad promedio de los fondos durante los últimos 12 meses. En Colombia, el cálculo de la rentabilidad mínima es diferente. Un 50% está definida en función de la rentabilidad promedio del sistema y el otro 50% está definido con base en la rentabilidad de un portafolio de renta fija (portafolio sintético o de referencia) y en la rentabilidad de las acciones (para la proporción del portafolio invertido en renta fija y acciones respectivamente). La



retroactividad con la cual se calcula la rentabilidad mínima es de 24 meses. Otra diferencia es que en Chile la rentabilidad mínima se mide en términos reales, mientras que en Colombia y Argentina se define en términos nominales.

De acuerdo con García (1995), el hecho de que en Chile, Argentina y Perú, los fondos se comporten de manera muy similar puede obedecer a que la rentabilidad mínima se define con base en el promedio de rentabilidades (para un análisis de este hecho en el caso colombiano ver Lora y Salazar, 1995). En efecto, la desviación estándar de las rentabilidades de todos los fondos es menor en estos tres países que en Colombia.

Por otra parte en Chile y Argentina se determina también un nivel de rentabilidad máxima, que también depende de la rentabilidad promedio de los fondos. Si la rentabilidad obtenida es superior a la rentabilidad máxima el excedente va a un fondo de estabilización el cual compensa eventuales déficits de rentabilidad (Cuadro 7). Si ese eventual déficit de rentabilidad no alcanza a ser compensado por los recursos del fondo de estabilización, la rentabilidad mínima a los afiliados se debe garantizar afectando el encaje de propiedad de la administradora. En Colombia sólo se define un nivel de rentabilidad mínima y si ésta no se cumple, la administradora debe afectar directamente el encaje para garantizarla.

Por el contrario, en los Estados Unidos no se exige un nivel de rentabilidad mínima. Esto probablemente obedece a que el sistema de pensiones no es obligatorio y por lo tanto no existe una regulación tan estricta sobre éstos. Tal vez, lo más importante de destacar en

este punto es la importancia de la competencia en el mercado de capitales de los Estados Unidos, lo cual debe garantizar la obtención de beneficios adecuados para los afiliados de manera “natural” (estos tienen la opción de pasar de uno a otro plan).

Tanto como en Estados Unidos como en Chile se exige a los fondos de pensiones tener sus títulos bajo custodia.

### **3. Las compañías de seguros**

Por lo general, las compañías de seguros tienen una regulación más estricta que los demás inversionistas institucionales. Esto se debe a que sea cual sea el desempeño de sus inversiones, las compañías deben cumplir con el pago de las pólizas a sus clientes.

Para el caso de los Estados Unidos (Cuadro 8), tenemos que cada Estado regula sus compañías. Sin embargo, existe una asociación nacional de aseguradoras (NAIC, National Association of Insurance Commissioners) que trata de armonizar las diferentes regulaciones entre los Estados. La entidad juega un papel de importancia en la medida en que las compañías de seguros están reguladas por el respectivo Estado pero operan no sólo localmente sino también en otros Estados. Su función es desarrollar un modelo de regulación al que puedan ceñirse los diferentes Estados para diseñar el cuerpo regulatorio sobre sus respectivas compañías de seguros. En el aspecto que nos interesa, el de la regulación sobre las inversiones, esta asociación ha desarrollado ciertos estándares que cada

uno de los Estados debe exigir de las compañías de seguros con el fin de que éstos (los Estados) sean acreditados por NAIC. Actualmente, 47 de los 50 Estados están acreditados por NAIC. Los estándares se refieren a aspectos de solvencia de las compañías y también buscan que las compañías lleven a cabo una diversificación de sus inversiones por tipo de instrumento y de emisor y eviten inadecuadas exposiciones al riesgo que eventualmente impidan a las compañías cumplir con sus obligaciones. De la misma manera, los estándares impuestos por la comisión tratan de evitar que los plazos de las inversiones no “calcen” o coincidan con los plazos de las obligaciones (es decir, que las decisiones de inversiones no estén de acuerdo con las necesidades de liquidez). Así, aunque la regulación se basa también en la “regla del hombre prudente”, los Estados han tratado de limitar la exposición al riesgo de las compañías en los últimos años exigiendo que éstas sólo inviertan en títulos de alta calidad. Las compañías en sus decisiones de inversión deben regirse por la información al respecto de las cuatro agencias calificadoras de riesgo existentes en el país. Hay que recordar sin embargo que los fondos de pensiones manejados por las compañías de seguros están sujetas a la regulación impuesta por ERISA, descrita anteriormente.

En este aspecto es diferente la regulación que tienen las compañías de seguros en Colombia y Chile. A su vez, entre estos dos países encontramos grandes diferencias a este respecto. En Chile existe un solo régimen de inversión establecido por la Superintendencia de Valores y Seguros para todas las reservas constituidas por las compañías de seguros de vida. Este régimen de inversión contiene las inversiones permitidas para las compañías de seguros así como límites por instrumento y límites por emisor. Las inversiones admisibles

incluyen papeles oficiales (emitidos por el Estado o el Banco Central), depósitos a plazo, letras de crédito, mutuos hipotecarios, bonos y debentures, fondos de inversión (Mobiliaria, de Desarrollo de Empresas, de Créditos Securitizados, Mutuos de Renta Fija de Corto Plazo), acciones, títulos del extranjero y bienes raíces de uso propio. Los límites por instrumento se definen como un porcentaje de la suma de las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo el cual a su vez se define como el mínimo necesario para mantener una relación deuda/patrimonio de 15%). Los límites máximos por emisor se establecen como un porcentaje de las reservas técnicas y del patrimonio de riesgo y también como un porcentaje de las acciones o cuotas o letras en circulación. En algunos casos tienen en cuenta factores tales como la calificación de riesgo del emisor realizada por las entidades privadas. Por último, los límites por emisor se reducen a la mitad si la compañía inversionista forma parte del mismo grupo empresarial que los emisores.

En Colombia, las compañías de seguros son reguladas y vigiladas por la Superintendencia Bancaria. Existen dos regímenes de inversión para dichas compañías. Uno para el 40% de las reservas técnicas de las compañías y otro para el patrimonio, los fondos en general de las compañías y el monto que exceda el 40% de las reservas técnicas.

El Régimen del 40% de las Reservas técnicas contiene los instrumentos en los cuales pueden invertirse éstas, los límites por instrumento y algunos requisitos adicionales. Los títulos permitidos en este régimen son: títulos de tesorería, títulos emitidos por instituciones financieras, títulos de deuda pública, títulos del Banco de la República, papeles comerciales y

bonos, títulos emitidos por entidades gubernamentales regionales y distritales, títulos de deuda pública externa de la Nación, títulos aceptados por establecimientos de crédito, acciones de entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, títulos del exterior (de establecimientos de crédito de primera clase, de organismos supranacionales y de agencias extranjeras con garantía del gobierno soberano). No están permitidas ni la inversión en acciones (excepto en entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria) ni tampoco los certificados de depósito emitidos por instituciones financieras. Por su parte el Régimen de inversiones admisibles abarca una gama más amplia de instrumentos y además de contener límites por instrumento también considera límites por emisor (ver Cuadro 8). Los límites por instrumento se definen como un porcentaje sobre la inversión global y el límite individual por emisor, como un porcentaje del patrimonio de la inversionista. No se tienen en cuenta calificaciones de riesgo del emisor de los títulos en los que pueden invertir las compañías de seguros.

En Chile, las compañías de seguros no deben valorar diariamente sus inversiones como en el caso de los fondos de pensiones. La valoración debe realizarse a precios de mercado de acuerdo con unos estándares para todas las compañías de seguros y con la frecuencia con la cual deban hacerse reportes al ente regulador. En Colombia, la valoración (del riesgo de mercado) debe realizarse mensualmente y remitirse a la Superintendencia Bancaria de acuerdo con lo dispuesto en la Resolución 200 de 1995.

### **C. La importancia en la economía y el mercado de capitales de cada país**

Conviene comparar ahora de manera muy breve la importancia que han tenido los inversionistas institucionales en la economía y el mercado de capitales de los tres países de discutidos.

De acuerdo con el Cuadro 9, en los Estados Unidos, los activos de los inversionistas institucionales pasaron de representar el 70% del PIB en 1980, a 117.1% en 1990 y a 152.4% en 1994. Como puede observarse, los inversionistas institucionales más importantes son los fondos de pensiones (cuyos activos representan el 46.3% del total y 70.5% del PIB), seguidos por los fondos mutuos de inversión (cuyos activos representan el 21.1% del total y el 32.1% del PIB) y por las compañías de seguros (para las cuales los porcentajes respectivos son 17.3% y 26.4%).

Esta gran importancia de los inversionistas institucionales en los Estados Unidos es un fenómeno que ha venido dándose desde los años 60. Su gran crecimiento ha sido influenciado por razones demográficas (el envejecimiento de la población), pero también ha sido consecuencia de las medidas que han buscado explícitamente el desarrollo de los inversionistas institucionales en este país. Como vimos en la sección anterior el ahorro para la vejez es un ahorro de tipo voluntario, pero la política tributaria a través de beneficios y exenciones ha tratado de hacerlo atractivo. Lo mismo ha ocurrido en el caso de los ahorros realizados en las compañías de seguros de vida. Por otra parte, la regulación prudencial y

sobre las inversiones han sido determinantes para el buen desempeño de los inversionistas institucionales. No se trata de una regulación detallada y restrictiva, sino basada en dos aspectos fundamentales: la promoción de la competencia entre los inversionistas por los mismos recursos y la exigencia de una información perfecta por parte de los emisores y también de los inversionistas institucionales hacia los entes reguladores y los ahorradores, lo cual permite tomar decisiones adecuadas.

En el Cuadro 10, presentamos la misma información para Chile. De acuerdo con ésta, las inversiones de éstos inversionistas pasaron de representar el 5% del PIB en 1982, a 33.2% en 1990 y a 62.8% en 1994. Este gran crecimiento está en gran parte explicado por fondos de pensiones privados creados en 1981, los cuales constituyen hoy en día el más importante inversionista institucional (sus activos representan en 1994 el 69.8% del total y el 43.9% del PIB), seguidos por las compañías de seguros (cuyos activos representan el 16.1% del total y el 10.1% del PIB) y por los fondos mutuos y de capital extranjero, FICE (cuyos activos representan el 6.7% del total y el 4.13% del PIB). El gran crecimiento de los fondos de pensiones se explica básicamente por la gran acogida que ha tenido el nuevo sistema (debida a su vez al buen desempeño de éste) que ha significado un gran incremento de los afiliados, y a que la población chilena afiliada al sistema de AFP es relativamente joven lo cual ha significado un monto bajo de pensiones pagadas por los fondos. El buen desempeño, el cual se ha traducido en altas tasas de rentabilidad (14% promedio real anual, en el período 1981-1994), se debió en la primera fase del sistema a la caída en las tasas de interés que representaron grandes ganancias de capital para los fondos, y desde entonces, al

buen manejo del portafolio realizado por las administradoras. Este último punto, a su vez, ha sido influenciado por una adecuada evolución de la regulación, en función de las necesidades de los fondos de pensiones a medida que su tamaño ha ido creciendo, y por el desarrollo de otros aspectos como el impulso por el lado de la oferta de papeles, la creación de la calificación de riesgo que ha estimulado la adecuada información y ha guiado no solamente a los inversionistas institucionales sino al mercado de capitales en general. La reforma a la seguridad social trajo a su vez nuevos negocios (rentas vitalicias, seguros de riesgo e invalidez) para las compañías de seguros, las cuales también muestran un fuerte crecimiento en los años 80 y 90. Luego de la crisis financiera que golpeó de manera muy fuerte a los fondos mutuos de inversión, las reformas aplicadas al mercado de capitales en los últimos años han promovido mejores resultados para dichos fondos. Básicamente ha habido esfuerzos por estimular la competencia, transparencia y control de dichos inversionistas. Por otra parte, los fondos de inversión creados muy recientemente en Chile (1991) surgieron para ampliar las alternativas de inversión de los fondos de pensiones, y talvez es muy pronto para evaluar su crecimiento y desempeño. Los fondos de inversión de capital extranjero surgieron como consecuencia del proceso de apertura y desde 1987 han presentado un buen crecimiento.

En el Cuadro 11, se presentan las cifras para el caso colombiano. La primera observación es que a pesar de que algunos inversionistas fueron creados hace ya bastante tiempo, su tamaño es pequeño todavía cuando se le compara con otros países. Sin embargo,



hay que anotar que los fondos de pensiones y cesantías son todavía muy recientes y todavía son pequeños en términos de afiliados y recursos.

El ahorro institucional pasó de representar el 2.5% del PIB en 1980, a 3.49% en 1990 y a 12.79% en 1994. Esto significa que a pesar de que en relación con la economía los inversionistas institucionales son pequeños al comparar su tamaño con otros países; desde principios de los 90 y seguramente como consecuencia de las diversas reformas que ha experimentado el país, los inversionistas institucionales han crecido de manera importante. A diferencia de los otros países y probablemente como consecuencia de su corta existencia, los fondos de pensiones no son los inversionistas institucionales más importantes. Estos son las sociedades fiduciarias, los fondos comunes ordinarios, las corporaciones financieras y el sector asegurador.

Lo que se podría concluir para Colombia es que las reformas y los nuevos inversionistas institucionales son muy recientes y es por lo tanto muy pronto evaluar su desempeño.

Otro punto que es interesante analizar es la composición de los portafolios de dichos inversionistas en los tres países. A continuación mostramos algunas cifras recientes para los fondos de pensiones y las compañías de seguros.

Como puede observarse en el Gráfico 1, en Chile el portafolio de los fondos de pensiones está compuesto en un 40% por papeles estatales de renta fija, en un 32% por

acciones y en un 14% por letras hipotecarias. Los depósitos y bonos bancarios y los bonos pesan cada uno 6% dentro del portafolio. El resto de las inversiones están constituidas por cuotas de fondos de inversión (1%) e inversiones en el exterior.

En los Estados Unidos las acciones pesan aproximadamente el 40% en el portafolio y los papeles de renta fija, el 34%. El resto del portafolio está compuesto por efectivo y otras inversiones.

En Colombia, las acciones no pesan sino el 2% dentro del portafolio de los fondos de pensiones. La mayor parte del portafolio está asignado entre papeles emitidos y garantizados por instituciones financieras (certificados de depósito a término), por papeles comerciales y bonos y por papeles estatales (gobierno y Banco de la República).

En el gráfico 2 se presenta la composición del portafolio de las compañías de seguros en Chile y Colombia. Como puede observarse, en Chile el portafolio está en su mayor parte constituido por papeles de renta fija. Las inversiones de renta variable sólo representan el 12% del portafolio. Por su parte, en Colombia las acciones pesan el 38% en el portafolio de las compañías de seguros y los títulos y bonos, el 40%.

De esta sección podemos concluir que mientras los fondos de pensiones en Estados Unidos y Chile invierten de manera importante en papeles de largo plazo, especialmente en acciones y papeles de deuda, la orientación de las inversiones en el caso colombiano es más

cortoplacista y las acciones no han ganado mayor participación. Sin embargo, aquí hay de nuevo que recordar que el nuevo sistema de pensiones apenas está comenzando en Colombia, mientras que en Estados Unidos y Chile, los fondos de pensiones ya han recorrido varias etapas de su desarrollo. Por el contrario, el portafolio de las compañías de seguros tiene una alta participación de acciones (muy similar a la participación de las inversiones de renta fija) y por el contrario, en Chile el portafolio está en su mayoría compuesto por papeles de renta fija.

## **V. Conclusiones**

De acuerdo con la última sección de este trabajo encontramos que el tamaño de los inversionistas institucionales (medido como el monto de recursos que manejan en relación con el PIB) es menor en Colombia que en los otros dos países estudiados, Chile y Estados Unidos. Esto significa que en nuestro país los inversionistas institucionales pueden ser más grandes, es decir que hay potencial para crecer. Se podría argumentar que la estrechez del mercado de capitales colombiano el cual se encuentra dentro de un círculo vicioso de baja demanda y oferta de activos es una de las razones por las cuales los inversionistas institucionales no han podido jugar un papel más importante en la economía colombiana. Sin embargo, como lo muestra la experiencia de otros países, el crecimiento de estos inversionistas puede romper el círculo vicioso de baja demanda y oferta y convertirse en un motor del desarrollo del mercado de capitales. Otro argumento es que los inversionistas institucionales que son importantes en los otros dos países estudiados (los fondos de

pensiones, especialmente), en Colombia se crearon tan sólo recientemente y es en los próximos años que ganarán importancia en la economía.

Es justamente en esta etapa de formación y crecimiento de los inversionistas institucionales que es necesario mirar otras experiencias. Esto es especialmente importante en el aspecto de la regulación, pues ésta será determinante para su desempeño y capacidad de contribución al desarrollo del mercado de capitales. De acuerdo con las comparaciones realizadas en el trabajo podemos extraer algunas conclusiones.

Una de las primeras observaciones es que en Estados Unidos, donde existe el mercado de capitales más grande y sofisticado del mundo, la regulación que tienen los inversionistas institucionales es de carácter general y les deja mucha libertad para actuar en el mercado de capitales. La idea es que una regulación demasiado restrictiva anula los beneficios que pueden traer los inversionistas institucionales al mercado de capitales. Sin embargo para evitar inversiones demasiado riesgosas y los problemas de peligro moral existe un principio básico, que es más de carácter filosófico que económico, y es la llamada “regla del hombre prudente”, que sugiere que los administradores actúen con inteligencia, prudencia y honestidad, y siempre en pro de los intereses de los ahorradores, para lo cual una diversificación sensata de la cartera de inversiones de los inversionistas institucionales es lo más conveniente. Por lo tanto, suponiendo que se sigue este principio no existe la necesidad de restringir las iniciativas de los inversionistas imponiendo una estructura de límites o otras medidas de este estilo.

La regulación se complementa con dos elementos económicos fundamentales: la competencia y la perfecta información o transparencia. La regulación estimula la competencia a nivel de producto y de precios, y esto, se supone, llevará al buen desempeño de los inversionistas. Por otra parte, la regulación exige a los emisores una información muy detallada y veraz sobre el desempeño de las empresas lo cual asegura que los recursos se asignan de manera eficiente hacia los proyectos más productivos. También se exige un “disclosure” de alta calidad de los inversionistas hacia sus clientes o participantes, lo que permite a estos últimos tomar decisiones adecuadas con base en información sobre todos los agentes que operan en el mercado, y hacia el ente regulador, con el fin de llevar a cabo una buena labor de supervisión.

Este tipo de regulación es consistente con el entorno económico de los inversionistas institucionales en los Estados Unidos. Efectivamente, allí la economía es estable, no se presentan cambios bruscos de un día para otro y por lo tanto hay mucha más confianza en el mercado. Esto es muy diferente en economías como la colombiana. Por otra parte, el mercado de capitales americano ha venido consolidándose durante varias décadas hasta llegar a este esquema de regulación. En el caso colombiano estamos comenzando a consolidar el mercado de capitales y estamos en la búsqueda de ese esquema adecuado de regulación.

Observando el caso de los Estados Unidos creemos que hay que resaltar dos elementos importantes en cuanto a la regulación que tienen los inversionistas institucionales. El primero de estos es la generalidad y sencillez de la regulación. En Colombia parece haber una tendencia a sobrerregular y a regular diferente a cada tipo de institución, lo cual termina siendo complejo y en última instancia en detrimento de la competencia. Efectivamente todas las instituciones están compitiendo por los mismos recursos (el ahorro personal) y por lo tanto se debe tratar de establecer en la medida de lo posible una cierta igualdad de condiciones para operar. Obviamente, hay que tener en cuenta que en algunos casos, como los fondos de pensiones, se maneja ahorro de tipo obligatorio donde el Estado asume una garantía mientras que los fondos de inversión manejan ahorro de tipo voluntario, y que por lo tanto en el primer caso la regulación debe ser más estricta que en el segundo. Sin embargo, podría comenzarse a pensar en simplificar la regulación de las inversiones de acuerdo con el riesgo del papel (después de pasar un proceso de calificación de riesgo) y no imponiendo límites para la inversión en cada uno de los papeles, lo cual puede poner en ventaja a un tipo de inversionista frente a otro, o dejar la regulación rezagada cuando comiencen a aparecer papeles nuevos no incluidos en el régimen de inversión. En ese caso, los fondos de pensiones y cesantías no podrían invertir en papeles que estén calificados con un riesgo mayor a tanto y para los fondos de valores y de inversión esta exigencia sería menor.

El otro elemento que es muy importante es el de la exigencia de una información de alta calidad y veraz por parte de todos los agentes que actúan en el mercado. Esto, como ya se

mencionó fomenta la competencia y ayuda a asignar los recursos de una manera más eficiente.

El caso chileno y el colombiano son más parecidos en términos de regulación. Es más, Colombia de alguna manera ha imitado el ejemplo chileno en el proceso de impulsar el desarrollo del mercado de capitales. En ambos países la regulación es más estricta y detallada con respecto al caso americano (se imponen límites de inversión y en el caso de los fondos de pensiones, exigencias de rentabilidad mínima). Sin embargo, hay que destacar algunos elementos importantes del caso chileno. Uno de los aspectos interesantes de esta experiencia es cómo la regulación ha evolucionado favorablemente a medida que se ha ido avanzando en el desarrollo de los inversionistas institucionales y simultáneamente a esto se han tomado otras medidas que han orientado la demanda de estos inversionistas hacia instrumentos que llevan a un mayor desarrollo del mercado de capitales (acciones y papeles de deuda de largo plazo). En el proceso chileno fue muy importante la ampliación de límite de inversión en acciones junto con el proceso de privatización de las empresas del Estado y la obligación de los fondos de adquirir participaciones de éstas. Lo mismo ha ocurrido con la financiación del sector de la vivienda y en un futuro reciente con la financiación de las obras de infraestructura. Otro elemento importante, al inicio del nuevo sistema de pensiones, no se exigía calificación de riesgo para los papeles que podrían adquirir los fondos, sin embargo poco a poco se fue imponiendo este requerimiento. La calificación fue en un principio realizada por una calificadora del Estado pero se está ya consolidando el sistema

privado de calificación de riesgo. Además todos los agentes, y no solamente los fondos de pensiones utilizan y se orientan con base en los resultados de los procesos de calificación.

Observando entonces el caso chileno, y reconociendo que en el aspecto regulatorio Colombia se le asemeja bastante, es útil tener presente la necesidad de atacar elementos que han sido esenciales para el éxito del desarrollo de los inversionistas institucionales en Chile. Por una parte, está la acción simultánea por el lado de demanda orientada en parte a través de la regulación y de la oferta que permite acomodarla. El segundo elemento es el desarrollo gradual de la calificación de riesgo como guía de las operaciones en el mercado de capitales.

Un último punto que se quisiera destacar de estas comparaciones es en cuanto al aspecto institucional. Tomemos el caso de los fondos de pensiones. Analizando el caso de Chile, Argentina y Colombia observamos que las entidades reguladoras son diferentes en los tres países. En Colombia es la misma entidad la que regula y supervisa. Por el contrario, en Chile y en Argentina los entes que regulan y que supervisan son diferentes. En Chile, el ente regulador es el Banco Central y el ente que supervisa es la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. En Argentina, los que regulan son el Banco Central, la Comisión de Valores y la Superintendencia de AFJP y es esta última entidad la que supervisa. En Colombia las dos labores son llevadas a cabo por la Superintendencia Bancaria. Nótese además que en Chile y Argentina existe una entidad especializada en la supervisión de los fondos de pensiones, mientras que en Colombia no existe.



De esta observación surgen dos preguntas. Es más adecuado que exista una entidad especializada en la supervisión de los fondos de pensiones ? Esta pregunta surge de preguntarse si los negocios del sector bancario y de los fondos son tan diferentes que es mejor que sean regulados por entidades diferentes. La segunda pregunta es porqué, los fondos de pensiones (y otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos de inversión) no son regulados por la Superintendencia de Valores, en la medida que ésta conoce más de los negocios de los inversionistas institucionales?

## VI. Bibliografía

Asia Pacific Economic Corporation Council (1995), "Domestic Capital Market Development, Promotion of Institutional Investors", Report to the Working Group en Capital Markets, International Finance Corporation.

Banco Mundial (1994), "Envejecimiento sin Crisis," informe del Banco Mundial sobre investigaciones relativas a políticas de desarrollo, Banco Mundial, Washington.

Barro, R. (1977), "Are Government Bonds Net Wealth ?", Journal of Political Economy, Vol. 82, No. 6.

Boeker P.H., (1995), Developing Capital Markets, Contrasting Latin American and East Asian Experience, en *Realizing the Full Potential of the Reform: Segunda Conferencia Hemisférica sobre la Seguridad Social y el Desarrollo del Mercado de Capitales*, BID e Institute of the Americas, Washington, junio.

CEPAL-PNUD (1992), "Sistemas de Pensiones en América Latina, Diagnóstico y Alternativas de Reforma", Vol 2, Santiago de Chile.

Chuppe (1995), "Role of Institutional Investors in a Dynamic U.S. Capital Market," documento realizado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Feldstein, M. (1974), "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Formation," Journal of Political Economy, Vol 82, No. 5.

Feldstein, M., (1995), "Social Security and Private Saving: New Time Series Evidence," NBER Working Paper Series, N0. 5054.

Fuica, V. y A. Iglesias, (1995), "Evolución de los Inversionistas Institucionales en Chile y su Papel en el Mercado de Capitales," documento realizado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

García R., (1995), "Administración de Inversiones en Fondos de Pensiones Latinoamericanos", en *Realizing the Full Potential of the Reform: Segunda Conferencia Hemisférica sobre la Seguridad Social y el Desarrollo del Mercado de Capitales*, BID e Institute of the Americas, Washington, junio.

Leimer, D. y Lesnoy, S. (1982), "Social Security and Private Saving: New Time Series Evidence," Journal of Political Economy, Vol. 90, No. 3.

Lora E. y Salazar (1995), "La Demanda de Activos de Los Inversionistas Institucionales en Colombia," documento realizado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Mitchell, O. (1993), "Retirement Systems in Developed and Developing Countries: Institutional Features, Economic Effects, and Lessons for Economies in Transition," NBER Working Paper Series, No. 4424.

Paúl, L. H. (1995), "Vínculos entre los Sistemas de Pensiones y el Mercado de Capitales" en *El Ahorro Previsional: Impacto sobre los mercados de capitales y de la Vivienda*, Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social, Chile, Abril.

Smith-Hebbel, K. (1995), "La Reforma Pensional Colombiana, Efectos Fiscales y Macroeconómicos", Bolsa de Bogotá y Asofondos, septiembre de 1995.

Vittas D., (1995), "Pension Funds and Capital Markets", en *Realizing the Full Potential of the Reform: Segunda Conferencia Hemisférica sobre la Seguridad Social y el Desarrollo del Mercado de Capitales*, BID e Institute of the Americas, Washington, junio.

Cuadro 1

## Clases de Inversionistas Institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos

Clase de Inversionista	Colombia	Chile	Estados Unidos
Sistemas de ahorro voluntarios: Fondos de Inversión			
Mutuos (Open-End)	Fondos de Valores Abiertos	Fondos Mutuos	Open End Funds
Cerrados (Close-End)	Fondos de Valores Cerrados	Fondos de Inversión: - Mobiliarios - Inmobiliarios - De Dijo Empresarial - De Cr. Securitizado	Closed-End Funds
Otros			
Unit Trust			Unit Trusts
Fondos de Capital Extranjero	No se consideran en Institucionales pues no manejan ahorro doméstico	Se consideran un Fondo de Inversión Cerrado	Fondos de Inversión Extranjera
Sistemas de ahorro obligatorio: voluntario			
Compañías de Seguros	Compañías de Seguros de Vida Compañías de Seguros Generales Compañías Reaseguradoras	Compañías de Seguros de Vida Compañías de Seguros Generales	Compañías de Seguros de Vida Compañías de Seguros Generales
Otros	Sociedades de Capitalización Fondos Mutuos de Inversión Planes Voluntarios de Pensiones	Fondos para la Vivienda	
Sistemas de ahorro obligatorio			
Fondos de Pensiones	Fondos de Pensiones Privados (de contribución definida)	Fondos de Pensiones Privados (de contribución definida)	Los planes de pensiones pueden ser de contribución o beneficio definido Fondos de Pensiones Privados Ofrecidos por Clases de Seguros (Insured) Ofrecidos por Bancos, fondos mutuos u otras inst. financieras
Otros	Fondos de Casantías		
Otros inversionistas institucionales			
Otros Inversionistas Institucionales: instituciones financieras que manejan volu- menes importantes de recursos, los que invierten en el mercado de capitales, pero cuyos servicios financieros no son única- mente el manejo de portafolio	Sociedades Fiduciarias Fondos Comunes Ordinarios Corporaciones Financieras		Bank Personal Trusts (En cuentas pesonales o colectivas) Bancos Comerciales que transan títulos del Gobierno y Municipales Firmas Comisionistas de Bolsa Otras instituciones de crédito que manejan recursos de largo plazo

**Cuadro 3**  
**Regulación sobre los fondos de inversión en Colombia, Chile y Estados Unidos**

FONDOS DE INVERSIÓN	COLOMBIA	CHILE	ESTADOS UNIDOS
<b>Límites de Inversión</b>  Cualitativos  Cuantitativos  - Límites por Instrumento  - Límites por Emisor	SI  SI  SI	SI  SI  SI	La regulación no determina la calidad, ni impone límites cuantitativos. Solamente, verifica que las inversiones y su exposición al riesgo, estén de acuerdo con el objetivo del fondo estipulado en el momento de su creación  En el caso de los Fondos Mutuos se debe mantener 85% del portafolio en activos líquidos
<b>Reglas de Valoración</b>  <b>Exigencias de Reporte (Disclosure)</b>  Al Regulador  Al Participante	SI, Diariamente  SI  SI	SI, diariamente  SI  SI	SI, diariamente  Es un punto esencial de la regulación  SI  SI
<b>Custodia de los títulos</b>	SI	SI	SI

## Cuadro 3

## Regulación sobre los Fondos de Pensiones en Colombia, Chile y Estados Unidos

FONDOS DE PENSIONES	COLOMBIA	CHILE	ESTADOS UNIDOS
<b>Límites de Inversión</b>  Cualitativos  Cuantitativos  - Límites por Instrumento  - Límites por Emisor	Impuestos por Superintendencia Bancaria  NO  SI  SI	Impuestos por banco Central de Chile  Todos los títulos de oferta pública que pueden adquirir deben ser calificados  SI  SI	Los fondos privados son regulados por ERISA No se determinan límites cuantitativos o cualitativos de inversión. Los administradores de los fondos deben seguir la Regla del Hombre Prudente (Prudent Man Rule)
<b>Reglas de Valoración</b>  <b>Exigencias de Reporte (Disclosure)</b>  Al Regulador  Al Afiliado	SI, diariamente  SI, a la Superintendencia Bancaria	SI, diariamente  SI, a la Superintendencia de AFP	SI, no diariamente. Sólo cuando hay que hacer reportes  SI, Al departamento de Trabajo
<b>Exigencia de Rentabilidad</b>  Mínima Máxima Constitución Fondo de Estabilización	SI, no sobre composición del portafolio. Sobre rentabilidad del fondo y del afiliado  SI NO NO	SI SI SI	NO NO NO
<b>Custodia de los Títulos</b>	?	SI	SI



**Cuadro 5**  
**FONDOS DE PENSIONES: LÍMITES MÁXIMOS POR EMISOR**

COLOMBIA	CHILE	ARGENTINA
<p>Las inversiones están sujetas a un límite del 10% del valor del fondo para cada emisor</p> <p><b>Para acciones:</b>                      En el caso de acciones de media y alta liquidez bursátil este porcentaje es de 5%                      Para acciones de baja liquidez bursátil, el porcentaje es de 1%</p> <p>Existe un límite de concentración de la propiedad accionaria que establece que los fondos de pensiones no podrán invertir en acciones o BOCEAS más de un 10% de las acciones y BOCEAS en circulación</p>	<p>Los límites por emisor se definen con base a un porcentaje máximo del valor del fondo de pensiones y con base a un porcentaje máximo del patrimonio del emisor</p> <p><b>Para acciones:</b>                      - 5% del valor del fondo. Este valor puede verse ajustado hacia abajo dependiendo del grado de concentración de la propiedad del emisor, del grado de liquidez de la acción y del grado de control que la empresa tiene sobre los activos. Este límite se reduce cuando la empresa no aprueba calificación de riesgo.                      - 7% del patrimonio de la empresa, para guardar la condición de inversionista minoritario de los fondos en las empresas</p>	<p>No se podrá mantener más del 7% del activo del fondo, o un monto de 1,200,000, el valor que sea mayor en instrumentos financieros de un mismo emisor</p> <p><b>Para acciones</b>                      En el caso de acciones y de acciones de empresas privatizadas, el límite es de 1.5% del valor del fondo, o el 5% del capital del emisor (lo que resulte menor). Estos límites serán efectivos para tenencias mayores a \$500,000</p>



**Cuadro 6**  
**FONDOS DE PENSIONES: FORMA DE CALCULO DE LA RENTABILIDAD MÍNIMA Y MÁXIMA**

PAIS	Rentabilidad Mínima: Rmin	Rentabilidad Máxima: Rmax	En reales o nominales	Período de Verificación
COLOMBIA	$R_{min} = (0.5) * (0.9) * R_p + (0.5) * (0.9 * R_{acc} * X_{acc} + 0.95 * R_{ref} * X_r)$	No se contempla	nominales	24 meses
CHILE	$R_{min} = \min(0.5 * R_p, R_p - 2\%)$	$R_{max} = \max(1.5 * R_p, R_p + 2\%)$	reales	12 meses
ARGENTINA	$R_{min} = \min(0.7 * R_p, R_p - 2\%)$	$R_{max} = \max(1.3 * R_p, R_p + 2\%)$	nominales	12 meses

Rp: Rentabilidad promedio de todos los fondos

Racc: Rentabilidad del portafolio en acciones

Rref: Rentabilidad del portafolio de referencia

Xacc: Proporción del portafolio invertido en acciones

Xr: Proporción del portafolio invertido en renta fija

**Cuadro 7**  
**FONDOS DE PENSIONES: ENCAJE Y FONDO DE ESTABILIZACIÓN**

	<b>ENCAJE</b>	<b>FONDO DE ESTABILIZACIÓN</b>
<b>PAIS</b>	La administradora debe constituir un encaje para cubrir eventuales déficit de rentabilidades	Si R es mayor a Rmax, se conformará con la diferencia un fondo de fluctuación para compensar déficit futuros de rentabilidad, antes de afectar el encaje de la administradora.
COLOMBIA	Sí. El monto es de 1% del valor del fondo.	No lo contempla
CHILE	Sí. El monto es de 1% del valor del fondo.	Sí
ARGENTINA	Sí. El monto es de 2% del valor del fondo, y nunca menor a 3 millones de pesos).	Sí

**Cuadro 8**  
**Regulación sobre las compañías de seguros en Colombia, Chile y Estados Unidos**

COMPAÑÍAS DE SEGUROS	COLOMBIA	CHILE	ESTADOS UNIDOS
<b>Límites de Inversión</b> Cualitativos Cuantitativos - Límites por Instrumento - Límites por Emisor	Reguladas por Superintendencia Bancaria  SI SI SI (Para las inversiones admisibles)	Regulados por Comisión de Valores y Seguros  SI SI	Cada Estado regula sus respectivas compañías. Existe NAIC, que trata de armonizar las regulaciones entre Estados. Impone ciertos estándares para ser miembros de NAIC. La regulación se basa en "La regla del Hombre Prudente"
<b>Reglas de Valoración</b> <b>Exigencias de Reporte (Disclosure)</b> Al Regulador	SI, mensualmente  SI	SI, trimestralmente  SI	SI, trimestralmente  SI

## Cuadro 9

### Tamaño de los Inversionistas Institucionales en los Estados Unidos

Activos (billones de dólares)

	Fondos Pensiones	Compañías de Seguros	Fondos Mutuos	Closed-End Funds	Otros 1/	Total	GDP
1980	859	519	135	5	390	1908	2708.1
1990	3116	1328	1067	53	902	6466	5522.2
1994	4750	1780	2165	120	1456	10271	6738.4

Activos sobre PIB (%)

	Fondos Pensiones	Compañías de Seguros	Fondos Mutuos	Closed-End Funds	Otros 1/	Total
1980	31.72	19.16	4.99	0.18	14.40	70.46
1990	56.43	24.05	19.32	0.96	16.33	117.09
1994	70.49	26.42	32.13	1.78	21.61	152.42

Participación de cada inversionista en el total de activos de los inversionistas institucionales (%)

	Fondos Pensiones	Compañías de Seguros	Fondos Mutuos	Closed-End Funds	Otros 1/
1980	45.02	27.20	7.08	0.26	20.44
1990	48.19	20.54	16.50	0.82	13.95
1994	46.25	17.33	21.08	1.17	14.18

1/ Bank Truils y Foundations

Fuente: Terry Chuppe (1995), "Role of Institutional Investors in a Dynamic U.S Capital Market", Cuadro 1., IMF

## Cuadro 10 Tamaño de los Inversionistas Institucionales en Chile

Inversiones en millones de \$U de diciembre de 1944

	Fondos Pensiones	Clas Seguros Vida Mutuos	Fondos Seguros Vida Mutuos	Fondos de Inversión	FICE	Total
1982	858	303				1,161
1990	9,108	2,149		596		12,475
1994	22,296	5,134		2,099	304	31,930

Inversiones sobre PIB (%)

	Fondos Pensiones	Clas Seguros Vida Mutuos	Fondos Seguros Vida Mutuos	Fondos de Inversión	FICE	Total
1982	3.70	1.30		0.00	0.00	5.00
1990	24.24	5.72		1.59	0.00	33.20
1994	43.87	10.10		4.13	0.60	62.83

Tamaño de cada inversionista en el total de activos de los inversionistas institucionales

	Fondos Pensiones	Clas Seguros Vida Mutuos	Fondos Seguros Vida Mutuos	Fondos de Inversión	FICE
1982	73.90	26.10		0.00	0.00
1990	73.01	17.23		4.78	0.00
1994	69.83	16.08		6.57	0.95

Fuente: Fuica e Iglesias (1995), "El Desarrollo de los Inversionistas Institucionales en Chile y su Papel en el Mercado de Capitales", documento realizado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

## Cuadro 11 Tamaño de los Inversionistas Institucionales en Colombia

Ahorro Institucional (millones de pesos)

	Fondos Pensiones	Sector Asegurador	Fondos Inversión	Fondos Valores			Fondos Cesantías		Fondos Mutuos		Fondos Comunes		Sociedades Fiduc		Corp. Financieras		Total
				Valores	Fondos Cesantías	Fondos Mutuos	Fondos Comunes	Fiduc	Corp. Financieras								
1980		20,597	1,544			690							5,323	10,733		38,887	
1990	677	337,857	9,162			27,764			238,029				21,397	70,990		705,876	
1994	28,676	867,888	86,699	54,756	352,336	160,184			1,655,900				3,133,310	675,719		7,015,468	

Ahorro Institucional sobre PIB (%)

	Fondos Pensiones	Sector Asegurador	Fondos Inversión	Fondos Valores			Fondos Cesantías		Fondos Mutuos		Fondos Comunes		Sociedades Fiduc		Corp. Financieras		Total
				Valores	Fondos Cesantías	Fondos Mutuos	Fondos Comunes	Fiduc	Corp. Financieras								
1980	0.00	1.30	0.10	0.00	0.00	0.04			0.00				0.34	0.68		2.46	
1990	0.00	1.67	0.05	0.00	0.00	0.14			1.18				0.11	0.35		3.49	
1994	0.05	1.58	0.16	0.10	0.64	0.29			3.02				5.71	1.23		12.79	

Participación de cada inversionista en el ahorro institucional

	Fondos Pensiones	Sector Asegurador	Fondos Inversión	Fondos Valores			Fondos Cesantías		Fondos Mutuos		Fondos Comunes		Sociedades Fiduc		Corp. Financieras	
				Valores	Fondos Cesantías	Fondos Mutuos	Fondos Comunes	Fiduc	Corp. Financieras							
1980	0.00	52.97	3.97	0.00	0.00	1.77			0.00				13.69	27.60		
1990	0.10	47.86	1.30	0.00	0.00	3.93			33.72				3.03	10.06		
1994	0.41	12.37	1.24	0.78	5.02	2.28			23.60				44.66	9.63		

Fuente: Ver Lora y Salazar (1995). "La Demanda de Activos de los Inversionistas Institucionales en Colombia", Documento realizado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales".