

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS**  
**MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



**“MULTIFONDOS DE INVERSIÓN APLICADO AL FONDO DE  
PENSIONES EN EL SALVADOR”**

**TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:**

**LANDAVERDE LARA, CARLOS RIGOBERTO**

**MORAN MARTINEZ MARIA MARGARITA**

**PARA OPTAR AL GRADO DE**

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

**SEPTIEMBRE DE 2015**

**CIUDAD UNIVERSITARIA, SAN SALVADOR, EL SALVADOR, CENTROAMERICA**

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES DE LA UNIVERSIDAD

RECTOR	ING. MARIO ROBERTO NIETO LOVO
SECRETARIO GENERAL	DRA. ANA LETICIA DE AMAYA

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

DECANO	MSC. ROGER ARMANDO ARIAS
VICEDECANO	LIC. ALVARO CALERO RODAS
SECRETARIO	ING. JOSE CIRIACO GUTIERREZ CONTRERAS
ADMINISTRADOR ACADEMICO	LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO
DIRECTOR DE MAESTRIA	MSC CARLOS ALVARENGA BARRERA
ASESOR	LIC. FRANCISCO MERCADO

SEPTIEMBRE DE 2015

CIUDAD UNIVERSITARIA, SAN SALVADOR, EL SALVADOR, CENTROAMERICA

## **RESUMEN**

El estudio está enfocado a investigar en qué medida el uso de multifondos contribuiría a maximizar la rentabilidad sobre los ahorros de los cotizantes del Fondo de Pensiones y asegurar las tasas de sustitución de ingresos para los futuros pensionados que cotizan en el Sistema de Pensiones de El Salvador.

En el primer capítulo se presenta el planteamiento del problema, en el que se desarrolla la definición del problema, los antecedentes, los objetivos de la investigación Así como la justificación del estudio y limitaciones del tema.

En el segundo capítulo se lleva a cabo una revisión de la literatura relacionada con el problema de investigación. Donde se describen los antecedentes del Sistema de Pensiones, la composición del fondo y la experiencia en la implementación en Chile, Perú y México como referentes de esta temática.

En el tercer capítulo se describe la metodología empleada, el enfoque de investigación, los participantes, el instrumento que se emplea y los procedimientos que se siguieron.

En el cuarto capítulo se presentan los resultados encontrados en la investigación, los cuales se presentan de forma descriptiva y seccionada por diagnóstico del sistema, rentabilidad de los fondos e implementación de multifondos.

Finalmente, en el quinto capítulo se ofrecen conclusiones y recomendaciones que surgen a partir de los resultados obtenidos.

# INDICE

RESUMEN.....	i
INDICE .....	ii
INDICE DE TABLAS Y FIGURAS .....	iv
INTRODUCCION .....	v
CAPITULO 1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	1
1.1    DEFINICION DEL PROBLEMA .....	1
1.2    ANTECEDENTES DEL PROBLEMA .....	1
1.3    PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	3
1.4    OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION.....	4
1.4.1    Objetivos General.....	4
1.4.2    Objetivos Específicos.....	4
1.5    JUSTIFICACION .....	5
1.5.1    Novedad .....	5
1.5.2    Interés Social:.....	5
1.5.3    Factibilidad.....	6
1.6    BENEFICIOS ESPERADOS .....	7
1.7    DELIMITACIÓN Y LIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN .....	7
1.7.1    Delimitación Científica .....	7
1.7.2    Delimitación Temporal .....	7
1.7.3    Delimitación Espacial .....	8
1.7.4    Limitaciones.....	8
CAPITULO 2 MARCO TEORICO .....	9
2.1    ANTECEDENTES DEL SISTEMA DE PENSIONES .....	9
2.1.1    Sobre las Administradoras de Fondos de Pensiones .....	10
2.1.2    Rentabilidad del Fondo de Pensiones.....	12
2.2    HISTORIA DE LOS MULTIFONDOS.....	15
2.1.3    Factores que Condicionan la Elección .....	16

2.1.4	Invertir en Renta Fija o en Renta Variable.....	16
2.1.5	Ventajas de la Inversión en Multifondos.....	18
2.1.6	Regulaciones de los Multifondos .....	18
2.3	MULTIFONDOS EN LATINOAMERICA.....	19
2.1.7	Experiencia Chilena .....	19
2.1.8	Experiencia Peruana.....	21
2.1.9	Experiencia Mexicana.....	23
CAPITULO 3. METODOLOGIA DE INVESTIGACION .....		26
3.1	ENFOQUE METODOLÓGICO .....	26
3.2	INFORMANTES CLAVES.....	27
3.2.1	Características de los informantes claves.....	27
3.3	POBLACIÓN Y MUESTRA .....	27
3.4	TIPO DE INSTRUMENTO UTILIZADO PARA LA OBTENCIÓN DE RESULTADOS.....	29
3.5	PROCEDIMIENTO UTILIZADO PARA RECOLECTAR DATOS.....	30
3.6	PLANIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN .....	31
3.7	ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS .....	33
CAPITULO 4. ANALISIS DE RESULTADOS.....		34
4.1	ANALISIS DE DATOS .....	34
4.2	SISTEMA DE AHORRO PARA PENSIONES (SAP) EN EL PAIS.....	35
4.3	RENTABILIDADES DEL FONDOS DE PENSIONES.....	37
4.4	MULTIFONDOS DE INVERSION APLICADOS AL FONDO DE PENSIONES ...	40
4.4.1	Multifondos como alternativa para mejorar los rendimientos de los cotizantes .....	41
4.4.2	Estrategia para implementar los Multifondos de Inversión.....	42
CAPITULO 5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....		48
5.1	CONCLUSIONES .....	48
5.2	RECOMENDACIONES .....	50
Bibliografía .....		52
ANEXOS .....		54

## INDICE DE TABLAS Y FIGURAS

Tabla 1 Estructura de Edades de la Población Afiliada al SAP .....	14
Tabla 2 Límites Mínimos y Máximos en Renta Variable .....	20
Tabla 3: Porcentajes de Inversión por Tipo de Instrumento Financiero. ....	22
Tabla 4 Siefores por Rango de Edades y Características. ....	24
Tabla 5 Composición de las Inversiones en Porcentajes.....	25
Figura No. 1: Cartera Valorizada del Fondo de pensiones invertido a diciembre de 2014.....	13
Figura No. 2: Fondos por Porcentaje de Inversión en Renta Fija y Renta Variable .....	20
Figura No. 3: Rentabilidad Promedio de los últimos 12 meses Ene - Dic 2014. ....	21
Figura No. 4: Rentabilidad Promedio de los últimos 12 meses Ene - Dic 2014. ....	23
Figura No. 5: Rentabilidad Promedio de los últimos 12 meses Ene - Dic 2014. ....	25

## **INTRODUCCION**

Los sistemas de ahorro para pensiones son de vital importancia para los trabajadores en todos los países en desarrollo, tanto para empleados del sector público como privado, dado que, estos deben garantizar la seguridad social después de su jubilación, es por ello, que es necesario realizar un estudio y análisis de la eficiencia con la que son manejados los ahorros de los cotizantes, la manera de invertirlos y las tasas de rendimiento que generan, para centrarnos en la composición del fondo y la generación de rentabilidad para los cotizantes.

El estudio se realizó a través de investigación documental inicial de los conceptos básicos y evolución de los sistemas de pensiones públicos y de capitalización (privados), las reformas y normativas aplicables encaminadas a regular el sistema de pensiones, específicamente las que impactan al Fondo de Pensiones. Así como revisión de la literatura y la experiencia en la implementación de multifondos de Chile, Perú y México como referentes de esta temática.

Se pretende analizar y proponer la creación de “Multifondos de Inversión al actual Fondo de Pensiones de El Salvador”, como una opción para maximizar la rentabilidad y mejorar las pensiones al momento del retiro.

Además se describe la metodología empleada, el enfoque de la investigación en la obtención de resultados que ampara la conclusión del trabajo, la fuente de los datos recolectados, la muestra seleccionadas, los instrumentos utilizados y los procedimientos adoptados para la captura de la información.

Se describen los resultados obtenidos en el desarrollo de la investigación, los cuales se presentan de forma descriptiva y seccionada por diagnóstico del sistema, rentabilidad de los fondos e implementación de multifondos.

Finalmente, se ofrecen conclusiones y recomendaciones que surgen a partir de los resultados obtenidos.

# **CAPITULO 1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

## **1.1 DEFINICION DEL PROBLEMA**

El sistema de pensiones ha operado por 16 años, y durante ese periodo el fondo de pensiones hasta diciembre de 2014 ha alcanzado los \$7,993 millones. No obstante, se ha observado que las rentabilidades obtenidas no proporcionan las tasas de sustitución de ingresos (Pensiones) que contribuyan a satisfacer las necesidades de los futuros pensionados. Por lo tanto se presenta la siguiente interrogante.

¿En qué medida el uso de multifondos de inversión contribuiría a maximizar la rentabilidad sobre las inversiones de los ahorros de los cotizantes del Fondo de Pensiones y asegurar las tasas de sustitución de ingresos para los futuros pensionados que cotizan en el Sistema de Pensiones de El Salvador?

## **1.2 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA**

Los sistema de pensiones en América Latina se han caracterizado por ser regímenes de beneficios definidos, que son los que se administran como un fondo común en donde se ingresan las cotizaciones de los trabajadores activos y de donde es tomado el valor para los pagos de las jubilaciones de los trabajadores que cumplen los requisitos para

pensionarse. Este fondo en El Salvador, es administrado por el Estado, de acuerdo a la normativa y reglamentos de la Superintendencia del Sistema de Financiero, bajo su rama de pensiones.

Actualmente existen países en donde se aplican normativas diferentes, existiendo tres tipos de sistemas:

- a) Sistema de beneficios definidos, que es fondo común, donde se guardan los aportes de los trabajadores activos y de donde se pagan las pensiones a los empleados que cumplen los requisitos.
- b) Sistema de contribuciones definidas o de capitalización individual  
Este no es un fondo común, más bien es una cuenta individual por cada uno de los trabajadores activos, que van acumulando saldos para cuando sea el momento de su jubilación.
- c) Sistema mixto  
Este es una combinación de los dos sistemas anteriores, en donde se fusiona el fondo común, y también el ahorro individual, pero también acepta un fondo propio y voluntario por cada trabajador.

El Salvador se cambió de un sistema de beneficios definidos a un sistema de contribuciones definidas o de capitalización individual, que fue implementado en 1996 con la creación de la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (Ley SAP), la cual inicio operaciones el 15 de abril de 1998 con la creación de las Administradoras de Fondos de

Pensiones (AFP). Este sistema reemplazó el esquema de beneficios definidos por uno de contribución definida y donde el Estado traslado la carga de pago y el riesgo de longevidad a las personas, excepto en los casos de garantía mínima estatal. (Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, 1996) (p.90)

### **1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

Según (Holzmann, Palacios y Zviniene Banco Mundial, 2004),

“la deuda del sistema de pensiones antiguo, administrado por el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) y el Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos (INPEP) al momento de la reforma, ascendía a un 60% del Producto Interno Bruto (PIB) mientras que la deuda pública del país en 1999, era de sólo 22% del PIB, lo que suponía que lo adeudado por el sistema de pensiones administrado por el ISSS e INPEP a los trabajadores, era tres veces mayor que la deuda pública total reconocida por el Estado”.

A Diciembre de 2014, casi diecisiete años después, las AFP administran un fondo de pensiones que supera los US\$ 7,993 millones (Superintendencia del Sistema Financiero, Diciembre 2014) con rentabilidad nominal de 2.4% y rentabilidad real de 1.6% porcentajes por debajo del rendimiento de los depósitos a plazo a 180 días ofrecidos por el sistema financiero del país. Sin menospreciar el crecimiento del Fondo, el éxito del sistema de pensiones en el largo plazo debe radicar en la generación de rendimientos capaces de otorgar pensiones dignas y adecuadas a sus cotizantes, esto se logra a través

de la relación de los ahorros acumulados durante su vida laboral y la rentabilidad que generan durante el largo plazo, bajo la premisa de diversificación de riesgo. Debido a lo antes mencionado es necesario considerar la opción, que los fondos sean administrados tomando de base factores de edad y aversión al riesgo de los cotizantes mediante inversión en multifondos, con el objeto de obtener rentabilidades adecuadas que puedan contribuir para que las pensiones cubran las necesidades de los futuros pensionados.

## **1.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION**

### **1.4.1 Objetivos General**

- Proponer la utilización de Multifondos de inversión que contribuya a maximizar la rentabilidad de las inversiones de los ahorros de los cotizantes del Fondo de Pensiones para asegurar tasas de sustitución de ingresos a los futuros pensionados que cotizan en el Sistema de Pensiones de El Salvador.

### **1.4.2 Objetivos Específicos**

- Proponer el uso de multifondos de inversión para aumentar la rentabilidad de las inversiones de los ahorros de los cotizantes del Fondo de Pensiones en El Salvador.

- Conocer y analizar información relacionada con el Sistema de pensiones y con Multifondos de Inversión.
- Comprender y analizar la situación actual del Sistema de Pensiones y los las variables que afectan los rendimientos de las cotizaciones.
- Identificar la viabilidad de implementar los Multifondos de Inversión como alternativa para incrementar los rendimientos de las cotizaciones.

## **1.5 JUSTIFICACION**

### **1.5.1 Novedad**

El desarrollo de la presente investigación es novedosa porque en el país no existe un estudio detallado acerca de la diversificación de la cartera de los ahorros de los cotizantes del Fondo de pensiones, que ayude a minimizar el riesgo y maximizar la rentabilidad de los ahorros de los cotizantes.

### **1.5.2 Interés Social:**

La investigación ayudará a que los actuales cotizantes del Fondo de Pensiones conozcan la actual forma de inversión de sus ahorros, y darles a conocer una nueva manera de inversión, determinando la rentabilidades y riesgos de cada opción, a manera que cada

cotizantes elija la cartera de inversión que mejor se adapte a sus necesidades, de acuerdo a estratificaciones por edades y/o aversión al riesgo. Esto conllevaría a la maximización de las rentabilidades de los ahorros para contribuir a garantizar que las pensiones sean adecuadas en un futuro cercano.

### **1.5.3 Factibilidad**

La realización de la presente investigación es factible porque se tiene el acceso al universo de estudio, formado por personas con amplio conocimiento en el tema de pensiones entre los que se encuentran:

Consultores de ONG, como Fundaungo y Fusades ejecutivos del área de inversiones de las AFP, Personal de la Superintendencia del Sistema Financiero y Experto en temas de fondos de pensiones.

Además se cuenta con información bibliográfica y estadística suficiente para establecer el marco teórico, técnico y legal correspondiente; así mismo, de los recursos humanos, materiales, financieros y las herramientas tecnológicas para llevar a cabo la investigación; finalmente es realizable porque existe disponibilidad de tiempo para el análisis y observación de los elementos en torno al problema.

## **1.6 BENEFICIOS ESPERADOS**

Con la investigación se pretende proponer la implementación de Multifondos de Inversión en el Sistema de Pensiones, como una alternativa para incrementar la rentabilidad de las cotizaciones de los trabajadores mediante la elección de los fondos de inversión estratificados por edades y por aversión al riesgo, así como, contribuir a que las pensiones aseguren tasas de sustitución de ingresos que cubran las necesidades al momento del retiro.

## **1.7 DELIMITACIÓN Y LIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN**

### **1.7.1 Delimitación Científica**

La investigación se realizará en el área de finanzas y se analizará sobre la Propuesta del uso de Multifondos para los ahorros de los cotizantes del Fondo de Pensiones de El Salvador, mediante un estudio metodológico, en el cual, se va a detallar, la actual inversión y sus rendimientos, versus un esquema donde se muestre cuáles serían las mejores opciones de diversificación de inversiones para los ahorros de los actuales cotizantes.

### **1.7.2 Delimitación Temporal**

La investigación se enfocará en el uso de multifondos de inversión y su impacto en las pensiones de los cotizantes a partir de la información histórica y estadística del fondo de pensiones que se ha generado desde su implementación hasta la fecha.

### **1.7.3 Delimitación Espacial**

El límite espacial de la investigación se localiza en el área metropolitana de San Salvador, El Salvador. La investigación se llevará a cabo durante el primer semestre del año dos mil quince.

### **1.7.4 Limitaciones**

Una de las limitaciones de la investigación es la falta de acceso a la información, cooperación y disponibilidad por parte de los expertos seleccionados en la muestra. Además solamente se entrevistará a 5 conocedores del tema por lo que la determinación o percepción del tema podría diferir en relación con otros sectores del país.

La investigación se limita a determinar la viabilidad de la implementación de Multifondos de Inversión mediante el estudio de la experiencia en otros países y las conclusiones alcanzadas en las entrevistas realizadas a los expertos en el tema.

## **CAPITULO 2 MARCO TEORICO**

### **2.1 ANTECEDENTES DEL SISTEMA DE PENSIONES**

Desde 1930 los trabajadores públicos contaban con pensiones y jubilaciones, de acuerdo con la Ley de Pensiones y Jubilaciones Civiles, las cuales eran pagadas por el Ministerio de Hacienda sin requerir cotizaciones por parte de los trabajadores beneficiarios de ese régimen.

De acuerdo con (ISSS, Instituto Salvadoreño del Seguro Social, 2015)

El sistema de pensiones en El Salvador comienza en el año de 1969, con la creación del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) administrado por el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) el cual fue creado para dar cobertura exclusiva a los trabajadores dependientes del sector privado. El ISSS como entidad fue creado en 1954 administrando el Régimen de Enfermedad, Maternidad y Riesgos Profesionales. A partir de 1969 y hasta la entrada en vigencia de la reforma de Diciembre de 1996, operó sin separar patrimonialmente los dos regímenes antes citados.

En noviembre de 1975, inició operaciones el Instituto Nacional de las Pensiones de los Empleados Públicos (INPEP) creando un Régimen contributivo de IVM para cubrir a los empleados administrativos del sector público y a partir de enero de 1978, se creó otro Régimen para cubrir los mismos riesgos para los docentes del sector público.

La ley de sistema de ahorro de pensiones (Ley del SAP), fue emitida en el año 1996 y está inicio operaciones en 1998, entre sus principales cambios se encuentra la creación del

Fondo de Pensiones, el reemplazo el esquema de beneficios definidos por uno de contribución definitiva. El Estado traslado la carga de pago y el riesgo de longevidad hacia la persona, excepto los casos de garantías mínima estatal.

El SAP comprende el conjunto de instituciones, normas y procedimientos, mediante los cuales se administran los recursos destinados a pagar las prestaciones que deban de reconocerse a sus afiliados para cubrir la invalidez y/o muerte por riesgo común y vejez.

El SAP es un sistema de contribución definida es decir se enmarca a que la capitalización es individual

La afiliación se vuelve obligatoria e irrevocable para los trabajadores del sector privado, público y municipal.

### **2.1.1 Sobre las Administradoras de Fondos de Pensiones**

De acuerdo con la (Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, 1996)

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's), son Instituciones Previsionales de carácter financiero, que tienen por objeto exclusivo administrar un fondo que se denomina Fondo de Pensiones, gestionar y otorgar las prestaciones y beneficios que establece esa Ley.

Las AFP's realizan todas las acciones financieras en el mercado de valores que estime conveniente. Estas operaciones se enmarcan dentro de La Ley y normas para

incrementar el valor de la cotización de sus afiliados. Además contratan un seguro para financiar las pensiones de invalidez y sobrevivencia.

De acuerdo con lo expuesto la principal atribución de las AFP's es administrar el Fondo de Pensiones por lo que se hace necesario repasar la definición de este.

De acuerdo con Milagros Gutierrez Fernandez<sup>1</sup>, (2015), los fondos de Pensiones se definen como:

“Los patrimonios sin personalidad jurídica afectos a los planes de pensiones y creados, al objeto exclusivo, de dar cumplimiento a los mismos. En los fondos de pensiones se materializan o se invierten las aportaciones de cada partícipe, así como los rendimientos financieros que generan las aportaciones”.

Por su parte la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, (1996) de El Salvador establece que:

El Fondo de Pensiones estará formado por el conjunto de cuentas individuales<sup>2</sup> de ahorro para pensiones; la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad; los Certificados de Traspaso que se hubieren hecho efectivos; las rentabilidades de sus inversiones, deducidas las comisiones de la Institución Administradora.

---

<sup>1</sup> Milagros, G. F. (Marzo de 2015). *expansión.com*.

<sup>2</sup> Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones 1996, Diario oficial N. 243 Tomo N. 333

De acuerdo a estas definiciones los Fondos de pensiones tienen como finalidad recaudar las cotizaciones y generar rentabilidad para las pensiones de los jubilados.

### **2.1.2 Rentabilidad del Fondo de Pensiones**

De acuerdo con (Novellino, Rene E. ASAFONDOS, 2010) en el Diagnóstico del Sistema de Pensiones en El Salvador y Formulación de Propuestas de Mejora y Aseguramiento de su Sostenibilidad:

La única forma de garantizar mejores pensiones a los trabajadores es a través de que éstos acumulen un mayor ahorro en sus cuentas individuales y esto se logra por una parte, garantizando que durante su fase activa, los trabajadores ahorren (coticen) de forma periódica y por otra, que dicho ahorro, genere tasas de rentabilidad adecuadas en el largo plazo, a fin de que se multiplique su capital y tenga una mayor disponibilidad de recursos al momento de necesitarlo.

El marco regulatorio (Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (Ley SAP).) para la inversión del fondo de pensiones, establece límites donde se estipula el tipo de instrumentos donde se puede invertir, los porcentajes, la calificación de riesgo que los activos deben tener para ser elegibles, el mercado financiero donde pueden ser transados, y otros límites que deben cumplir en cuanto a la relación que debe existir entre el monto de las inversiones y el porcentaje del activo del emisor.

En la figura 1 se muestra la cartera valorizada del fondo de pensiones al 31 de diciembre de 2014.

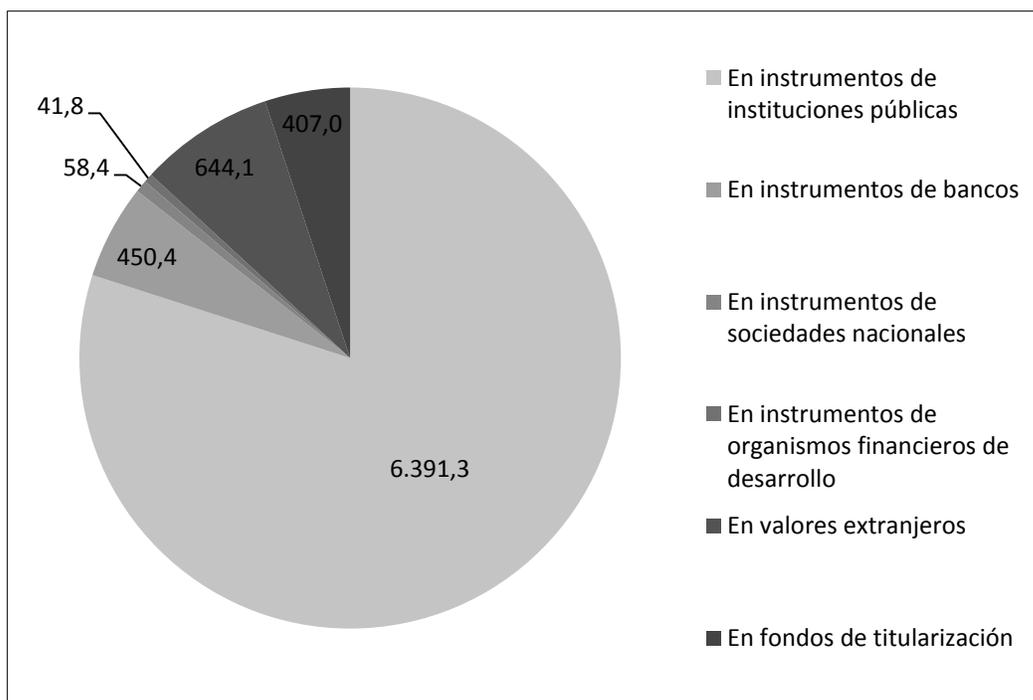


Figura No. 1: Cartera Valorizada del Fondo de pensiones invertido a diciembre de 2014.

(Formulación Propia)

De acuerdo con la figura No.1 se observa que el 80% del Fondo se encuentra invertido en instrumentos de instituciones públicas, además el 100% del fondo se encuentra invertido en instrumentos de renta fija. (Superintendencia del Sistema Financiero, Diciembre 2014)

En el periodo diciembre 2013 a diciembre de 2014, el promedio ponderado de rentabilidad nominal es de 3.93% repartidos en el Fondo de Pensiones AFP Confía 3.90% y Fondo de Pensiones AFP Crecer 3.97%.<sup>3</sup>

Por otra parte del total de los cotizantes del Fondo el 65% se encuentra entre las edades de 20 y 39 años, tal como se puede apreciar en la tabla 1.

Tabla 1 Estructura de Edades de la Población Afiliada al SAP

<b>EDADES</b>	<b>dic-14</b>	<b>Porcentaje</b>
De 10 a 14 años	21	0.00%
De 15 a 19 años	107,958	4.09%
De 20 a 24 años	465,575	17.62%
De 25 a 29 años	467,279	17.68%
De 30 a 34 años	390,380	14.77%
De 35 a 39 años	387,380	14.66%
De 40 a 44 años	294,875	11.16%
De 45 a 49 años	214,583	8.12%
De 50 a 54 años	149,873	5.67%
De 55 a 59 años	89,234	3.38%
De 60 a 64 años	48,604	1.84%
De 65 a 69 años	21,236	0.80%
De 70 a 74 años	4,809	0.18%
De 75 a 79 años	304	0.01%
De 80 a 84 años	111	0.00%
De 85 o más	52	0.00%

Fuente: Superintendencia del Sistema Financiero (SSF)

<sup>3</sup> Rentabilidad de los Fondos de Pensiones del Sistema de Ahorro para Pensiones de Diciembre de 2014. SSF

Dado que, la mayoría de cotizantes son jóvenes, se posee un largo periodo para realizar inversiones y recuperarse de cualquier tipo de pérdida, por lo que, se pueden implementar los multifondos de inversión por edades e incluir a estos trabajadores en un fondo agresivo donde exista un porcentaje de inversión en renta variable alto.

## **2.2 HISTORIA DE LOS MULTIFONDOS**

De acuerdo con la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASOFONDOS), los multifondos son “un esquema que les permite a los afiliados escoger entre varios fondos o modalidades para administrar sus ahorros, de acuerdo con su perfil de riesgo, su vida laboral y la edad”.

Los multifondos son creados inicialmente en Chile en el año 2002, posteriormente la experiencia fue compartida por México en el año 2005 al igual que en Perú y Colombia.

Lo novedoso, fue que en este esquema se ofrece a los cotizantes diferentes carteras de inversión, que tienen combinaciones diferentes de instrumentos financieros, tanto de renta fija como variable. Esto hizo que los afiliados estuvieran más involucrados en las decisiones de inversión de sus ahorros y por ende de sus futuras pensiones.

Por lo mismo, desde ese momento, cada cotizante se encuentra más comprometido con sus inversiones, y con sus beneficios esperados, de acuerdo a la selección de la cartera, que mejor se adapte, a los beneficios futuros y al riesgo al que se encuentran expuestos.

### **2.1.3 Factores que Condicionan la Elección**

De acuerdo con la Asociación de Administradoras de Fondos AAFP, (2015) un factor importante a considerar en los multifondos es la edad, ya que una persona joven, puede invertir sus cotizaciones en un portafolio con un mayor porcentaje en renta variable y menor en renta fija ya que se espera que en el largo plazo se recuperen pérdidas puntuales, obteniendo al final una mayor rentabilidad y una mayor pensión.

Caso contrario, si se está próximo a pensionarse, es importante que sus cotizaciones se mantengan estables y lo más indicado para estos casos es invertir en un fondo con una mayor proporción de inversión en renta fija.

Otra variable que se debe analizar son las preferencias personales. Cada afiliado debe preguntarse si está dispuesto a aceptar periodos donde se presenten volatilidades en los precios de los instrumentos e incluso una menor valorización, transitoria, de sus fondos. Las personas que no toleran riesgos deberían elegir fondos con más renta fija.

### **2.1.4 Invertir en Renta Fija o en Renta Variable**

Para comprender cómo funciona el esquema de los multifondos es necesario tener claro que se diferencian de acuerdo a la cantidad de instrumentos de renta fija y de renta variable en que se invierten los ahorros.

Se entiende por “renta fija” a aquellos instrumentos de inversión que entregan una rentabilidad conocida en un período determinado al momento de la inversión. Estos títulos representan una deuda para la entidad emisora (bancos, empresas, Estado, Banco Central, entre otros), la cual debe responder por la devolución íntegra del capital y los intereses pactados.

Los instrumentos de “renta variable” son representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compren estos títulos pasan a ser propietarios o accionistas y, por tanto, obtendrán ganancias o pérdidas dependiendo de cómo marche la empresa. Si está generando utilidades, habrán dividendos y un mejor precio del título en la bolsa de valores, y si no genera utilidades, se deteriorará el dividendo y, por lo tanto, el precio en el mercado y la inversión realizada.

Desde el punto de vista del afiliado, el beneficio que reporta la inversión en renta variable impone el desafío de entender y aceptar que a lo largo del extenso período de ahorro pueden existir períodos en que las ganancias pueden ser inferiores a las que entreguen los instrumentos de renta fija. Incluso, pueden llegar a ser hasta negativas, aunque la historia indica que en un largo horizonte de tiempo los retornos obtenidos por los instrumentos de renta variable superan a los logrados por los de renta fija (Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones Chile AAFP, 2015).

### **2.1.5 Ventajas de la Inversión en Multifondos**

Adicional a que los multifondos permiten a los afiliados seleccionar el tipo de portafolio de inversión que más se acomode a sus necesidades, conocimientos y exigencias, ayuda a que el riesgo adquirido en renta variable sea mejor distribuido.

Tres de las ventajas principales se enumeran a continuación:

- 1- Mayor Información: Es un incentivo para que los cotizantes conozcan acerca de sus ahorros y la forma en que son invertidos, así como del rendimiento esperado y el riesgo asociado.
- 2- Mayor participación: La selección de cartera permite que los afiliados se sientan más activos y participativos en la administración que se les da a sus fondos.
- 3- Mejor asignación de recursos: La diversificación de la cartera genera un aumento de la eficiencia de los retornos esperados

### **2.1.6 Regulaciones de los Multifondos**

Según la Federación Internacional de Administradoras de Fondos (FIAP), existen cinco tipos de regulaciones para los multifondos, los cuales varían en cada país, entre los cuales se encuentran:

- a) Tipos de fondos: Se refiere a los tipos de fondos creados generalmente considerando las proporciones en renta fija y renta variable.

- b) Selección de los fondos: Los cotizantes pueden elegir el tipo de fondos donde se invierten sus ahorros, generalmente se crean fondos por edades de los trabajadores.
- c) Separación de saldos: los saldos son separados por aportaciones obligatorias y aportaciones voluntarias.
- d) Rentabilidad mínima y mecanismos de resguardo: En algunos países como Chile y Perú la regulación exige que las cotizaciones deben poseer una rentabilidad mínima, para el caso de México la figura de rentabilidad mínima no existe.
- e) Transferencia de instrumentos entre fondos: Las administradoras de fondos pueden realizar transferencias de instrumentos entre los fondos que operan.

## **2.3 MULTIFONDOS EN LATINOAMERICA**

### **2.1.7 Experiencia Chilena**

En Latinoamérica, fue Chile el primero en aprobar una ley (Ley 19795, 2002) para la creación de Multifondos de Inversión, en la cual se contempla la creación de cuatro Fondos, que se denominaron Fondo de Pensiones Tipo B, C, D y E, además las Administradoras pueden mantener un Fondo adicional, que se denomina Fondo de Pensiones Tipo A. Estos fondos están clasificados de acuerdo a los límites mínimos y máximos de renta variable, como se muestra en la Tabla 2.

Tabla 2 Límites Mínimos y Máximos en Renta Variable

Tipo de Fondo	Límite Mínimo	Límite Máximo
A Más Riesgoso	40%	80%
B Riesgoso	25%	60%
C Intermedio	15%	40%
D Conservador	5%	20%
E Más Conservador	0%	5%

Fuente: Formulación Propia en Base a la Ley 1979.

Al mes de enero de 2015, la composición de los fondos en relación con las inversiones que se mantienen en renta fija y renta variable, se pueden apreciar en la figura 1.

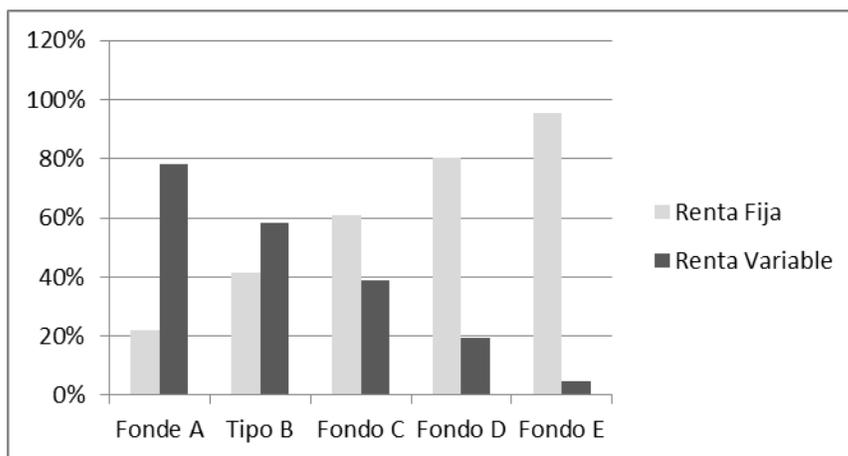


Figura No. 2: Fondos por Porcentaje de Inversión en Renta Fija y Renta Variable

(Fuente Superintendencia de Pensiones de Chile)

De acuerdo con la figura 3, los fondos con mayor rentabilidad son el más riesgoso y el intermedio y a su vez son fondos que poseen mayores porcentajes de inversión en renta variable.

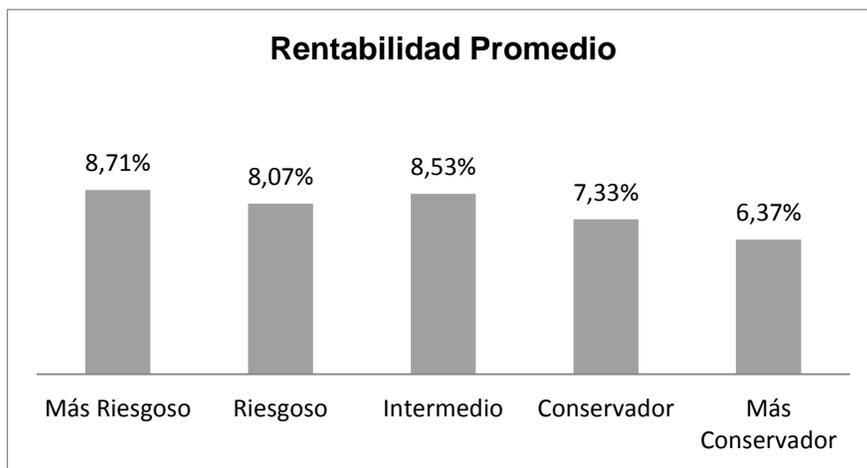


Figura No. 3: Rentabilidad Promedio de los últimos 12 meses Ene - Dic 2014.

(Fuente Formulación Propia en base a datos de la SP)

### 2.1.8 Experiencia Peruana

En Perú la implementación de Multifondos data del año 2003 mediante la publicación de la Ley N° 27988<sup>4</sup>, la que actualmente se encuentra incluida en el Texto Único de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondo de Pensiones<sup>5</sup> en donde se establece que “las AFP administraran obligatoriamente cuatro tipos de fondos para las aportaciones obligatorias de los cotizantes”. En ese sentido se ha implementado el Fondo de Pensiones Tipo 0 o de Protección de Capital, Tipo 1 o de Preservación de Capital, Tipo 2 o Mixto y Tipo 3 o de Apreciación del Capital (Fondo de Crecimiento).

<sup>4</sup> Ley N° 27988, publicada el 03-06-2003 modificado posteriormente por el Artículo 1 de la Ley N° 29903, publicada el 19-07-2012.

<sup>5</sup> Aprobado mediante Decreto Supremo N. 054-97-EF, publicado el 14 de mayo de 1997.

El fondo de pensiones Tipo 0 está orientado a mantener el valor del patrimonio de los afiliados y es de carácter obligatorio al cumplir con 65 años hasta que opten por la pensión de jubilación.

Fondo Tipo 1: es obligatorio para los afiliados mayores de 60 años y menores de 65. Pero, en este el afiliado puede optar por los Fondos Tipo 0 o 2.

Fondo Tipo 2: orientado a un crecimiento moderado del patrimonio de los afiliados.

Fondo Tipo 3: orientado al alto nivel de crecimiento del patrimonio de los afiliados.

La normativa establece que las inversiones se deben realizar en Instrumentos Financieros Representativos de Deuda, Representativos de Capital, Fondos Mutuos y de Inversión, entre otros.

En la tabla 2 se muestra los porcentajes de inversión por tipo de instrumento y tipo de fondo al 31 de diciembre de 2014.

Tabla 3: Porcentajes de Inversión por Tipo de Instrumento Financiero.

<b>FONDOS</b>	<b>DICIEMBRE 2014</b>
<b>Fondo de Pensiones 1</b>	%
Instrumentos Representativos de Deuda	83.9
Instrumentos Representativos de Capital	3.5
Fondos Mutuos y de Inversión	12.7
<b>Fondo de Pensiones 2</b>	%
Instrumentos Representativos de Deuda	48.0
Instrumentos Representativos de Capital	11.6
Fondos Mutuos y de Inversión	37.3
<b>Fondo de Pensiones 3</b>	%
Instrumentos Representativos de Deuda	16.5
Instrumentos Representativos de Capital	25.6
Fondos Mutuos y de Inversión	56.9

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú.

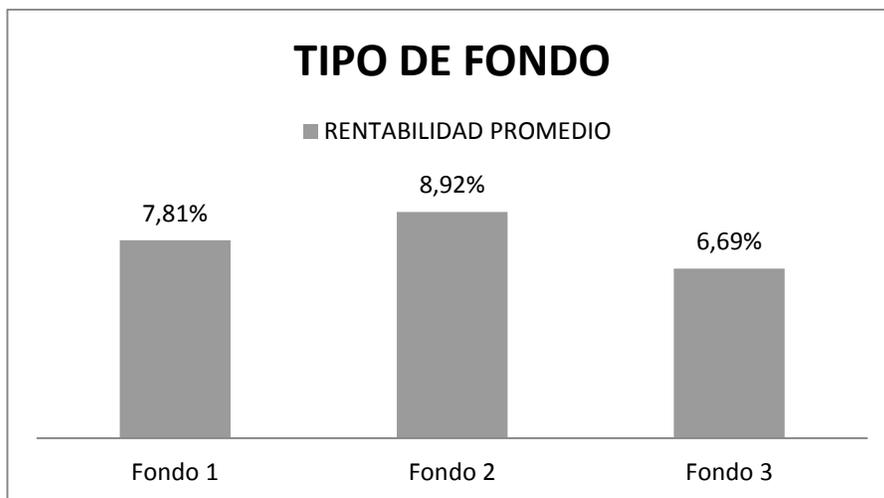


Figura No. 4: Rentabilidad Promedio de los últimos 12 meses Ene - Dic 2014.

(Fuente Formulación Propia en base a datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú)

El fondo que presenta un mayor rendimiento es Fondo 2 que está orientado al crecimiento moderado del patrimonio de los afiliados.

### 2.1.9 Experiencia Mexicana

En México las Administradoras de Fondo de Retiros (AFORES) se crearon en 1996 mediante la Ley de los Sistemas de Ahorro para Retiro<sup>6</sup>, y donde además se estableció la creación de las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondo para el Retiro (Siefores) posteriormente, el 30 de abril del 2004 la Junta de Gobierno de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) aprobó las modificaciones al régimen de inversión de las SIEFORES. Estas reformas incluían la creación de dos tipos de Sociedades de Inversión: SIEFORE Básica 1 (SB1) y SIEFORE Básica 2 (SB2).

<sup>6</sup> Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de mayo de 1996.

Durante el mes de marzo de 2008 se crearon otras tres SIEFORES, y se estableció que cada fondo se distribuiría de acuerdo a la edad de los trabajadores. Además de las características o límites de inversión en cada uno de ellos, como se muestra en la tabla 4.

Tabla 4 Siefores por Rango de Edades y Características.

<b>SIEFORE BASICA</b>	<b>EDAD DEL TRABAJADOR</b>	<b>CARACTERISTICAS</b>
1	56 años o más	Permite invertir hasta un 20% en Valores extranjeros y hasta un 100% en renta fija
2	De 46 a 55 años	Máximo 1% en instrumentos estructurados Máximo 5% en FIBRAS Máximo 20% en valores extranjeros Máximo 15% en renta variable (Bolsa) Mínimo un 59% en renta fija.
3	De 37 a 45 años	Máximo 5% en instrumentos estructurados Máximo 5% en FIBRAS Máximo 20% en valores extranjeros Máximo 20% en renta variable (Bolsa) Mínimo un 50% en renta fija.
4	De 27 a 36 años	Máximo 7.5% en instrumentos estructurados Máximo 10% en FIBRAS Máximo 20% en valores extranjeros Máximo 25% en renta variable (Bolsa) Mínimo un 37.5% en renta fija.
5	26 años y menores	Máximo 10% en instrumentos estructurados Máximo 10% en FIBRAS Máximo 20% en valores extranjeros Máximo 30% en renta variable (Bolsa) Mínimo un 30% en renta fija.

Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR)

Al 31 de enero de 2015 los Siefores se encuentran invertidos en instrumentos de renta variable, deuda privada, estructurados, deuda gubernamental entre otros, como se muestra en la tabla 5.

Tabla 5 Composición de las Inversiones en Porcentajes

Tipo de Instrumento	Siefore Básica 1	Siefore Básica 2	Siefore Básica 3	Siefore Básica 4	Siefores Básica 5
<b>Renta Variable Nacional</b>	1.1	5.8	7.0	9.7	4.8
<b>Renta Variable Internacional</b>	2.8	14.5	17.3	21.4	10.3
<b>Mercancías</b>	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
<b>Deuda Privada Nacional</b>	28.4	20.3	19.5	17.5	18.0
<b>Estructurado</b>	0.6	4.8	6.1	5.5	1.6
<b>Deuda Internacional</b>	2.6	1.1	1.2	0.8	0.0
<b>Deuda Gubernamental</b>	64.5	53.5	48.8	45.0	65.3
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro

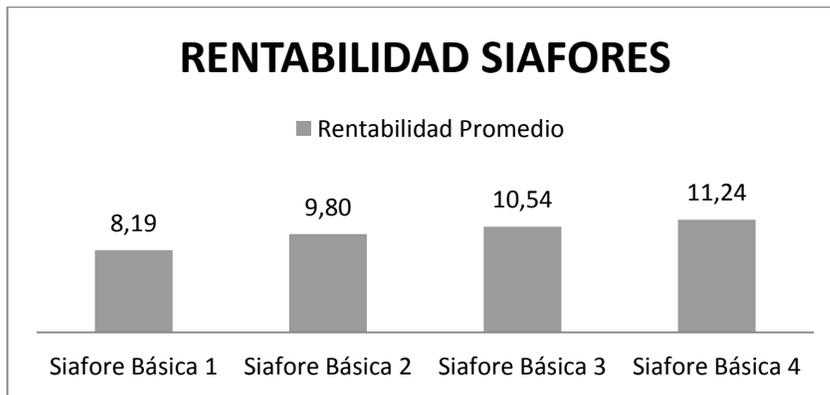


Figura No. 5: Rentabilidad Promedio de los últimos 12 meses Ene - Dic 2014.

(Fuente Formulación Propia en base CONSAR)

El Fondo con mayor rentabilidad al 31 de diciembre de 2014 es SIAFORE 4 donde se encuentran los cotizantes entre las edades de 27 y 36 años y donde se permite mayor inversión en renta variable y un mínimo de renta variable de 37.5%.

## **CAPITULO 3. METODOLOGIA DE INVESTIGACION**

En este capítulo, se expone la metodología de obtención de resultados que ampara la conclusión del trabajo, además, la fuente de los datos recolectados, la manera de recopilar los datos, los instrumentos utilizados y los procedimientos adoptados para la captura de la información. Todo esto, para dar una idea clara de la manera en cómo se generaron los resultados.

### **3.1 ENFOQUE METODOLÓGICO**

El enfoque metodológico de la investigación utilizado para la recopilación de información fue de carácter cualitativo, dando con esto, respuesta al tema central de la investigación, lograr un mejor entendimiento acerca de la aceptabilidad y aplicabilidad de Multifondos de Inversión en los fondos de pensiones del país. Conocer la impresión sobre la aceptabilidad de su implementación de las AFP, entidades reguladoras, estudiosos del tema y economistas independientes, cuyos puntos de vista y sustentos, fueron el amparo de las conclusiones obtenidas.

Es necesario destacar, que los datos recolectados son una muestra de las cualidades que podrían tomarse en cuenta al aplicar multifondos de inversión en los fondos de pensión en

el país. La veracidad de la información se basa en las respuestas obtenidas de las personas entrevistadas y su conocimiento acerca del tema.

## **3.2 INFORMANTES CLAVES**

A continuación se describen los participantes claves que se fueron objeto de análisis, para la conclusión del trabajo de investigación:

### **3.2.1 Características de los informantes claves**

Los informantes claves determinados para la investigación, fueron personas seleccionadas a partir del conocimiento en el tema de pensiones que cada uno de ellos posee.

Las características comunes determinadas en ellos fueron:

- Conocimiento en el tema de pensiones
- Han efectuado estudios y análisis y/o propuestas para reforma del tema de pensiones en el país
- Amplio conocimiento de temas macroeconómicos a nivel del país.

## **3.3 POBLACIÓN Y MUESTRA**

Para la investigación, los informantes claves para lograr obtener los datos y la recolección de información e ideas, se encuentran:

Consultores de ONG, como Fundaungo y Fusades quienes recientemente han realizado algún tipo de estudios relacionados con el diagnóstico del Sistema de Pensiones del país.

Ejecutivos de las AFP involucrados en las inversiones del fondo.

Personal de la Superintendencia del Sistema Financiero

Experto en temas de fondos de pensiones

Todos ellos fueron seleccionados, por ser personas conocedoras del tema de fondo de pensiones en el país, además de conocer los retos que enfrenta el actual sistema. Son personas involucradas en el abordaje y entendimiento del tema con involucramiento en el análisis de la situación actual.

Todas las impresiones que se recolectaron en las entrevistas efectuadas, conducen a un mayor entendimiento acerca de la aceptabilidad o no que podrían representar la diversificación de inversiones de los fondos de pensiones en El Salvador.

El resultado de los datos recolectados, será expuesto en el capítulo IV, “Presentación de Resultados”, concluyendo, si es o no viable en el país, la aplicación de Multifondos para los fondos de pensiones.

La manera de selección del personal a entrevistar se generó, por medio de la cualidad específica, del conocimiento pleno del tema de pensiones, tanto del anterior como del actual sistema de pensiones en el país. Por lo cual no fue necesario efectuar una selección aleatoria o aplicar fórmulas estadísticas para la selección de la cantidad de personas a

entrevistar, pues el estudio fue centrado en adquirir el mayor nivel de certeza de la aplicabilidad que podría generarse de la diversificación de cartera en El Salvador.

### **3.4 TIPO DE INSTRUMENTO UTILIZADO PARA LA OBTENCIÓN DE RESULTADOS**

El instrumento utilizado para la obtención de los resultados fue la guía de entrevista, método seleccionado, por el tipo de personas a entrevistar, puesto que fue necesario recabar información exhaustiva, que amparare los resultados obtenidos.

La entrevista por ser un dialogo entre un entrevistado y uno o más entrevistadores, tuvo por objeto, en el presente trabajo, únicamente el de obtener toda la información que sustente el objetivo principal de la investigación.

El tema específico abordado fue el de multifondos aplicados al fondo de pensiones en El Salvador, tema central del presente trabajo.

Como herramientas de apoyo al momento de la entrevista, se utiliza únicamente grabadoras, para captar cada una de las respuestas a las interrogantes planteadas en la guía de entrevista al momento de la conversación con cada uno de los entrevistados.

Dichas grabaciones, son retomadas en el capítulo IV. “Presentación de resultados”

### **3.5 PROCEDIMIENTO UTILIZADO PARA RECOLECTAR**

#### **DATOS**

La guía de entrevista sirvió como base, para abordar el tema, desde preguntas básicas, destinadas a conocer un poco más a fondo el tema de pensiones, para posteriormente ahondar en el tema específico de multifondos, previamente informando al entrevistado acerca del tema en específico y el objetivo que se espera obtener al generar la entrevista.

No sin antes, dar un breve repaso sobre los conocimientos y comentarios que el entrevistado pueda tener sobre el actual manejo de los fondos de pensión, si existe o no una posible crisis o eventual problema que afecte a los cotizantes actuales o los próximos pensionados.

Así como también, se incluyeron preguntas destinadas a profundizar sobre el tema específico del manejo actual sobre las formas de inversión que existen en el país.

Se trató de indagar también la percepción de los entrevistados en cuanto a cuales deberían de ser las alternativas o soluciones a brindar en un futuro de verse un panorama sombrío en los fondos de pensiones.

Posteriormente, profundizar en el tema específico, multifondos de inversión, a manera de captar las impresiones iniciales de si cada uno de los entrevistados estaría de acuerdo en la implementación de la diversificación de cartera para las inversiones de los fondos de pensiones.

La selección del método para la recolección de información consideraba los siguientes parámetros:

- 1) Entrevista directa con el personal relacionado al tema
- 2) Observación de la realidad del país, mediante la lectura de periódicos y revistas de índole macroeconómica.
- 3) Análisis de documentos como tesis de otros estudiantes que versan sobre el tema de pensiones.
- 4) Lectura de leyes y reglamentos, así como de instructivos y decretos

Todos los parámetros anteriores ayudaron para la recolección de la información y para poder concluir con el objetivo central de la investigación.

El abordaje del tema fue de naturaleza neutral, tomando como base información que brindaron los diferentes actores y autores incluidos en la temática. Razón por la cual, no se considera que el análisis, estudio y conclusión del tema, se haya abordado de manera polarizada, puesto que se tomaron en cuenta las diferentes corrientes de pensamiento.

### **3.6 PLANIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN**

La planificación de la presente investigación, se generó tomando en cuenta los siguientes parámetros:

- Tiempo de lectura sobre el tema de pensiones y temas macroeconómicos
- Tiempo de elaboración de guía de entrevista

- Tiempo destinado por cada entrevistado para apoyar en la obtención de las respuestas. Este tiempo fue el más largo de la investigación, pues, se tenía que contar con el tiempo que destinaran los entrevistados.

El tiempo destinado para la investigación, fue relativamente corto, y se centró en los periodos de marzo a mayo de 2015. El plazo fue determinado principalmente por el acceso que se tuvo a los entrevistados, quienes contaban con un tiempo bastante restringido en sus agendas.

La ventaja que se obtuvo, en relación al tiempo, fue, que el área de enfoque, o personas directamente relacionadas con la entrevista, se centraban geográficamente en un área en particular de San Salvador. Por lo que, el acceso a ellos, no fue un determinante en contra de la investigación.

En cuanto a los recursos utilizados, fueron únicamente, impresiones de la guía de entrevista, y el tiempo que se tuvo que invertir en cada una de las entrevistas generadas.

<u>Actividad</u>	<u>Línea de tiempo</u>
- Lectura de información acerca del tema	Febrero- Marzo 2015
- Preparación de instrumentos para entrevista	Marzo 2015
- Recolección de información Generar entrevistas	Abril- Mayo 2015
- Análisis de datos	Junio 2015
- Conclusiones basadas en el objetivo de la Investigación	Junio 2015.

### **3.7 ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS**

El análisis de datos se llevó a cabo, por medio de la interpretación de las respuestas obtenidas en las entrevistas efectuadas.

El procedimiento efectuado para la obtención de resultados fue el siguiente:

- Escucha y escritura de cada una de las entrevistas previamente grabadas.
- Lectura de las impresiones que cada entrevistado proporcionó a acerca del tema abordado
- Adaptación de las respuestas de los entrevistados a la guía de entrevista.  
Considerando para esto, agrupar las respuestas similares, y separarlas de las que diferían por el tipo de opinión de cada persona en particular.
- Se abordaron los resultados adaptándolos al objetivo principal del tema de investigación.

## **CAPITULO 4. ANALISIS DE RESULTADOS**

### **4.1 ANALISIS DE DATOS**

En el capítulo anterior se expusieron los agentes e instituciones implicadas y los instrumentos utilizados en el desarrollo de la investigación, por lo tanto en este se describen los resultados obtenidos en el desarrollo de las entrevistas a los expertos conocedores del tema de pensiones que forman parte de la muestra seleccionada.

Las unidades de investigación fueron Consultores de ONG (Fundaungo y Fusades), Ejecutivo de AFP, Personal de la Superintendencia del Sistema Financiero y Experto en temas de fondos de pensiones. Los resultados se agrupan en tres temas principales: Diagnóstico del Sistema de Pensiones, Rentabilidad y Multifondos de Inversión y dentro de estos temas se identificaron subtemas para describir los resultados obtenidos.

Los tres temas se relacionaron con los conceptos teóricos que forman la base para recabar los datos esperados y así contestar las preguntas de investigación. Posteriormente se ordenaron las repuestas por temas y subtemas y la cantidad de entrevistados que coincidieron con las respuestas, tal como se describe a continuación:

## **4.2 SISTEMA DE AHORRO PARA PENSIONES (SAP) EN EL PAIS**

Para conocer y entender la situación actual del sistema de ahorro para pensiones se realizaron diferentes interrogantes encaminadas a obtener las impresiones de los encuestados, entre las cuales se encuentra: ¿Cómo considera que está siendo gestionados los fondo de pensiones? a lo que los encuestados contestaron que el fondo se encuentra administrados de forma transparente, sin embargo para el consultor de una ONG los fondos son una piedra angular en el desarrollo del país debido a que son ahorro de largo plazo los cuales pueden invertirse en proyectos de desarrollo. Además, mencionan que los fondos no están siendo aprovechados adecuadamente debido a que la regulación ha establecido que se debe invertir hasta el 45% en los Certificados de Inversión Previsionales que corresponden a la serie A, y para la serie B son papeles que se intercambian en las AFP's y que no tiene límite por lo que actualmente las inversiones en este tipo de títulos se estima en un 65%. El experto en pensiones menciona que el Estado no ha permitido que el fondo de capitalización funcione como se había previsto al momento de la implementación, sino que lo ha estrangulado por la obligatoriedad de compra de estos certificados y las necesidades de recursos que implicó la transición del viejo al nuevo sistema.

En cuanto a cómo se puede mejorar el actual manejo de los fondos los entrevistados coinciden en lo siguiente:

- Debe realizarse una reforma integral, para flexibilizar más recursos de inversión de capitalización al fondo.
- Se necesita desarrollar el mercado de valores en el país. Crear fondos de inversión, modificar y flexibilizar la ley de titularización para que sea más ágil y menos restrictiva.
- Debe abrirse las inversiones en el exterior, que es básicamente lo que necesita el país para aprovechar las rentabilidades, todo esto es factible, pero se debe regular adecuadamente para minimizar el riesgo, aunque el riesgo de pérdida existe, se puede recuperar debido a que las cotizaciones son de largo plazo.

Los entrevistados aclararon que el SAP no tiene ningún problema, con lo que respondieron a la pregunta si el “Sistema de Pensiones Privado se encuentra en Crisis” y lo que mencionan que es un sistema equilibrado financieramente porque, el principio básico de este, es que cada trabajador durante su vida laboral, debe ahorrar para su vejez. Este ahorro, junto con las aportaciones de los patronos y la rentabilidad que se logra alcanzar a través del tiempo le permitirá contar con los recursos necesarios para financiar una pensión razonable.

El experto en pensiones y personal de la SSF, coinciden que en el antiguo sistema se agotaron las reservas debido a que las cotizaciones no alcanzan a cubrir las pensiones, es un problema estructural y de diseño del modelo que si no se hubiera cambiado, ese problema sería mucho más grave.

De acuerdo al decreto 927 del año 1996, el sistema anterior de fondo de pensiones administrado por el ISSS y el INPEP, deparaba para los cotizantes una “vejez insegura”. En base a este planteamiento se consultó a los expertos si actualmente se estaría ante el mismo problema a lo que respondieron que no se depara una vejez insegura para los cotizantes.

Si no existe una vejez insegura, se indagó si el sistema posee algún riesgo de importancia significativa, de ocurrir un desplome de los fondos de pensiones y la respuesta es que es imposible, empero, el ejecutivo de la AFP denota que con la creación del fideicomiso y las tasas de rendimiento que paga el Estado y según cálculos realizados por ellos se ha dejado de percibir mil millones de dólares por lo coincide con el consultor de la ONG que existe un riesgo de pobreza para los futuros pensionados.

El personal de la SSF aclara que no existe un riesgo, no obstante, enumera que se debe trabajar en los temas relacionados con mayor inversión, mejorar el manejo de las rentabilidades, dinamizar la economía para que exista crecimiento económico, generar más titularizaciones y aprobar una reforma integral de pensiones.

### **4.3 RENTABILIDADES DEL FONDOS DE PENSIONES**

En este apartado se aborda los regímenes de inversión y las rentabilidades que se encuentra generando el fondo, como estas rentabilidades pueden afectar a los pensionados y que soluciones o alternativas podrían ponerse en marcha para mejorar los rendimientos.

A propósito se aclaró si consideran que las cotizaciones actuales y los rendimientos obtenidos propiciarán en el futuro pensiones dignas a los trabajadores, a lo que mencionaron que no. El ejecutivo de la AFP advirtió que si se habla de pensiones dignas se debe definir qué es y tomar en consideración lo que establece la Organización Internacional del Trabajo, quien recomienda que la pensión sea del 40% del último salario y de acuerdo con los rendimientos que se obtienen y teniendo aproximadamente el 65% invertido en el Estado con un rendimiento aproximado del 1% cuando en el mercado internacional se paga el 6% o 7% se podría entender que no se tendrán pensiones dignas. Si se tiene claro lo anterior se interrogó cuáles son las propuestas de reformas de las que tienen conocimiento y se obtuvieron los siguientes resultados:

<b>Propuestas de Reformas</b>	<b>Consultor ONG 1</b>	<b>Consultor ONG 2</b>	<b>Ejecutivo AFP</b>	<b>Personal de SSF</b>	<b>Experto en Pensiones</b>
Incrementar la edad de retiro y los años de cotización	✓	✓	✓		✓
Incrementar los porcentajes de cotización del trabajador y del patrono	✓	✓	✓		✓
Modificar los límites de inversión del Fondo reestructurando los portafolios	✓	✓	✓		✓
Propiciar un incremento en las rentabilidades del Fondo de Pensiones	✓	✓	✓		✓
No sabe/ No contesto				✓	

Tal como se observa en la tabla todos los entrevistados a excepción del personal de SFF quien no contesto esta interrogante, tienen conocimiento de las posibles reformas.

El consultor de ONG2, Ejecutivo de AFP y Experto en pensiones coinciden que la que impacta en mayor medida la eficiencia del manejo de los fondos es la de Modificar los límites de inversión del Fondo reestructurando los portafolios. Pero, el consultor ONG1

aclara que todas las posibles reformas tienen un impacto y que debe realizarse una reforma integral. Agrega que las edades de retiro deben analizarse desde la perspectiva del tipo de trabajo que desempeñan los trabajadores y crear edades de retiros distintas para cada tipo de trabajo.

En cuanto a los indicadores que están estrechamente relacionadas con las pensiones se consultó a los entrevistados cuales consideran que se deben mejorar/incrementar para que en el futuro las pensiones cubran las necesidades de los trabajadores. El consultor de ONG2, Ejecutivo de AFP y Experto en pensiones coinciden que el indicador que se debe mejorar/incrementar es la tasa de interés de las cotizaciones debido a que la rentabilidad representa entre el 60 y 65% del saldo final de la cuenta individual de los cotizantes y solamente el 30% corresponde a los aportes realizados.

Empero, el consultor ONG1 al igual que el personal de la SSF difieren y manifiestan que los indicadores que se deben gestionar son el monto o porcentaje de cotización, las tasas de interés de las cotizaciones, las edades de retiro y la cobertura del sistema.

Se observa que el 60% de los entrevistados subrayan que el indicador que más impacto puede ocasionar en las pensiones es la tasa de intereses y actualmente existe una alta concentración de títulos emitidos por el gobierno invertidos en el fondo que generan rendimientos por debajo de los ofrecidos en el mercado, se indagó si están de acuerdo cómo están invertidas las cotizaciones y los rendimientos que estas generan. Todos los entrevistados coincidieron que no están de acuerdo porque no se generan rentabilidades adecuadas que contribuya a incrementar las pensiones.

Si no están de acuerdo como se invierten los ahorros y los rendimientos que generan, ¿Cuáles variables o estrategias se deberían implementar para mejorar los rendimientos de las cotizaciones con el fin de propiciar mejores pensiones?, ante esta pregunta los encuestados mencionaron que deben implementarse:

- a) Multifondos de Inversión:
- b) Inversiones en infraestructura
- c) Regular las inversiones de los fondos de pensiones, abrir el campo para inversiones en distintos títulos valores.
- d) Invertir en títulos fuera de la bolsa de valores salvadoreña
- e) Incrementar tasas de interés de las inversiones

Advirtieron que todas estas estrategias se pueden implementar en el marco de la implementación de multifondos y que todas son complementarias.

#### **4.4 MULTIFONDOS DE INVERSION APLICADOS AL FONDO DE PENSIONES**

Después de obtener las apreciaciones de los encuestados sobre el diagnóstico del sistema de pensiones, la rentabilidad del fondo y que mencionaron que una de las alternativas para mejorar los rendimientos de los cotizantes es implementar Multifondos de Inversión, procedimos a indagar sobre: Multifondos como alternativa para mejorar los rendimientos de los cotizantes y las estrategias para implementarlos.

#### **4.4.1 Multifondos como alternativa para mejorar los rendimientos de los cotizantes**

De acuerdo con la experiencia de Multifondos de inversión en otros países como es el caso de México, según el CONSAR, durante diciembre de 2014 el Siafore 4 obtuvo una rentabilidad promedio de 11.24% y según el Boletín Multifondos del primer trimestre de 2015 de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile, para un afiliado que ingreso al Sistema en 1981, un 74% del ahorro acumulado es producto de la rentabilidad y sólo un 26% corresponde a las cotizaciones, esto encaja con lo que los expertos mencionaron que los multifondos de inversión son una muy buena alternativa para mejorar los rendimientos de los cotizantes y que la implementación no afectaría negativamente al fondo de pensiones, sino más bien, con una adecuada legislación, beneficiaria a los cotizantes, proveyéndoles una mayor rentabilidad y mejores pensiones y esto conlleva a disminuir el riesgo de pobreza en la vejez.

Para el experto en pensiones, además de ser una alternativa viable indica que es una necesidad, no obstante, menciona que lo desfavorable de la implementación considerando libertad de inversión del fondo, es que contribuiría a que el mercado de valores no se desarrolle.

Por otra parte, el ejecutivo de AFP el experto en pensiones y los consultores de ONG, aclaran que, con una adecuada regulación que permita al fondo libertad de invertir en

diferentes instrumentos financieros locales y del exterior se propicia el desarrollo, a través de inversiones en infraestructura contempladas en la Ley de Titularización de Activos, Ley de Fondos de inversión y la Ley Especial de Asocios Público Privado recientemente aprobadas por el Estado.

Para el experto en pensiones y el consultor de una ONG, la regulación debe permitir la inversión en títulos del exterior debido a que el mercado de valores en nuestro país no se encuentra desarrollado y no se prevé que se logre desarrollar en el corto plazo.

#### **4.4.2 Estrategia para implementar los Multifondos de Inversión**

A la interrogante de que ¿Cuál debería ser la estrategia para implementar los Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?, los entrevistados mencionaron las siguientes:

Cambios en la normativa

Lo más preocupante y lo que los expertos subrayan es que el país debe realizar cambios en la normativa que les permitan a las administradoras libertad de inversión y diversificar sus inversiones en el mercado local e internacional.

Definir los multifondos por edades de los cotizantes

El ejecutivo de AFP, experto en pensiones y consultores de ONG resaltan que los multifondos deben desarrollarse por edades, para ello, se debe realizar un estudio técnico

para definir la exposición al riesgo y determinar los límites de inversión en renta fija y renta variable.

#### Riesgo/Rendimiento

Otro factor importante según los expertos es que en ese estudio técnico se debe analizar el riesgo rendimiento de cada fondo y crear un fondo más conservador para los cotizantes próximos a pensionarse.

#### Límites de inversión en renta fija y renta variable

Como se mencionó anteriormente se debe considerar la inversión en renta fija y renta variable, tal como se ha establecido en Chile donde existen 5 fondos desde el más conservador que solamente establece un límite máximo de inversión en renta variable de 5% hasta el más riesgoso que contempla un límite máximo de renta variable de 80% del total del fondo.

Después de analizar los factores descritos anteriormente, todos los entrevistados a excepción del personal de la SSF manifiesta que la mejor estructura de fondos de inversión es determinarlo por edades de los cotizantes. El personal de la SSF señala que la mejor estructura de multifondos de inversión es determinando la relación riesgo rendimiento.

Teniendo en cuenta las variables mencionadas ¿Considera que en la implementación de Multifondos se podría incluir algún incentivo fiscal, lo que contribuiría a que los cotizantes incrementen las cuotas voluntarias?

Los entrevistados destacan que la implementación adecuada de los multifondos incrementaría las aportaciones voluntarias al sistema de pensiones, por lo que, el ejecutivo de la administradora de pensiones resalta que debe crearse un fondo más riesgoso para este tipo de aportaciones porque se entiende que correspondería a cotizantes con mayor capacidad y mayor aversión al riesgo. Además enfatizan la necesidad de considerar estas aportaciones exentas del impuesto sobre la renta, tal como se realiza con las aportaciones obligatorias, esto contribuiría a incentivar el ahorro.

En cuanto al periodo de implementación de los multifondos, se preguntó ¿En cuánto tiempo promedio considera usted que podría generarse implementación en el país?, los entrevistados coinciden que debe realizarse en el corto plazo, después de modificar la regulación que para ellos, es la parte crítica debido a que no existe la voluntad política orientada a beneficiar a los cotizantes. Al superar este impase la implementación debe realizarse en el corto plazo. El personal de la SSF advierte que después de reformar la ley, la implementación se realizaría entre 1 y 2 años.

Si el Estado modificará la normativa para implementar los multifondos de inversión ¿Considera que los trabajadores estarían interesados en seleccionar el fondo donde se invierten sus cotizaciones?, a esta interrogante los entrevistados coincidieron en que los trabajadores estarían interesados en seleccionar los tipos de fondos donde se invertirían sus cotizaciones. Además añaden que independientemente que los trabajadores estén interesados en decidir dónde invertir sus ahorros, el Estado debería de procurar más

bienestar para ellos propiciando mayores rendimientos para que la tasa de reemplazo alcance el 40% del último salario que es lo que recomiendan Organización Internacional del Trabajo.

De acuerdo con el artículo 184 párrafo 7 de la (Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (Ley SAP).) al momento de la creación del SAP era la Superintendencia del Sistema Financiero el encargado de divulgar por medio de una campaña de comunicación la implementación y el traspaso de los afiliados del antiguo al nuevo sistema, por tanto se consultó: ¿Cómo considera que se debería de difundir la comunicación, para que todas las personas estén enteradas de ese cambio importante en los fondos de pensiones?, los encuestados coincide que debe ser un esfuerzo conjunto entre el regulador y las AFP.

El experto en pensiones, destaca que se deben utilizar mecanismos tecnológicos como redes sociales. Para un consultor de ONG, la empresa privada debe involucrarse como parte de su responsabilidad social en la divulgación de la implementación para incentivar a sus trabajadores. Para el personal de la SSF se debe diseñar una estrategia para socializar el tema con todos sus componentes.

### **Ejemplo del Funcionamiento de los Multifondos según la edad de los Cotizantes**

Se asume que existen 3 tipos de fondos, el más riesgoso, el moderado y el conservador, donde se consideran todos los factores esenciales como son:

La edad de los cotizantes

Límites de Inversión en renta fija y renta variable

Riesgo

Rendimiento

A continuación se muestra en detalle los Multifondos de Inversión

Tipo de Fondo	Rango de Edad	Inversión en Renta Variable		Rango Rendimiento
		Límite Mínimo	Límite Máximo	
Riesgoso	18- 39 años	25%	60%	7% -8%
Moderado	40- 50 años	15%	40%	5% - 6%
Conservador	Mayores 50 años	5%	20%	3% -4%

Un afiliado de 36 años de edad con un salario promedio nominal de \$1,000, que cotiza durante 42 años debe invertir en los 3 fondos durante su vida laboral y a los 60 años obtiene el beneficio de pensión.

Asumiendo que la esperanza de vida en el país es de 70 años se determina que el periodo de pago de pensión es de 10 años, por lo que a continuación se presenta el valor de la pensión a través del cálculo del valor futuro mediante la siguiente formula:

$$VF= C(1+r)^n$$

Donde

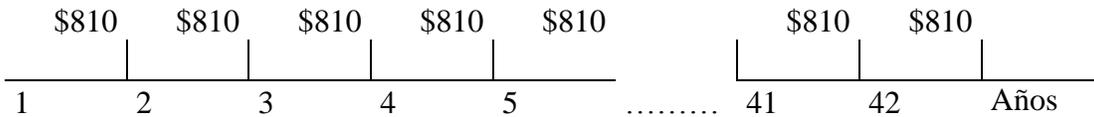
C= Aportaciones

.r= Tasa de rendimiento

.n= Tiempo

Escenario 1 Inversión en Multifondos

	<b>Fondo Riesgoso</b>	<b>Fondo Moderado</b>	<b>Fondo Conservador</b>
Aportación anual	810	810	810
Tasa de interés	7.50%	5.50%	3.50%
Tiempo	21	10	10



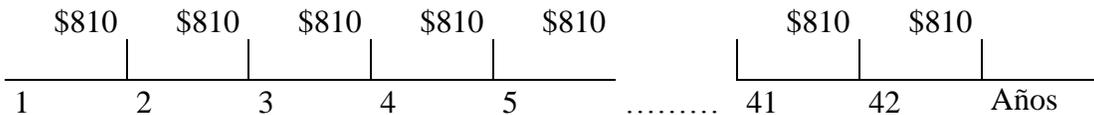
De acuerdo al cálculo anterior el resultado es:

$$VF= \$104,716.82$$

Este valor lo dividimos entre los 120 meses que corresponden a los 10 años de esperanza de vida, se genera una pensión aproximada mensual de \$872.64.

Escenario 2 Fondo con rendimiento actual.

	<b>Fondo Actual</b>
Aportación anual	810
Tasa de interés	2.00%
Tiempo	42



De acuerdo al cálculo anterior el resultado es:

$$VF= \$52,554.60$$

Este valor lo dividimos entre los 120 meses que corresponden a los 10 años de esperanza de vida, se genera una pensión aproximada mensual de \$437.96.

Con esto se evidencia que el uso de multifondos genera el doble de pensión que con el fondo actual, por tanto se recalca la necesidad de la creación de Multifondos.

## **CAPITULO 5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

### **5.1 CONCLUSIONES**

En base al estudio y análisis de los datos obtenidos en el desarrollo de toda la investigación, centrada en “Multifondos de inversión, aplicados al fondo de pensiones”, se concluye:

1. El Sistema de Pensiones Privado no se encuentra en crisis porque es un sistema equilibrado financieramente que actualmente trabaja de la manera en que fue concebido, donde los ahorros junto con las aportaciones del patrono y las rentabilidades que se logran alcanzar a través de la vida laboral de los cotizantes son administrados en una cuenta individual y este monto acumulado determina el valor de la pensión en la vejez, por tanto no existe un riesgo de importancia relativa que denote una caída o desplome de los fondos de pensión.
  
2. Uno de los factores que mayor impacto posee sobre el valor de la pensión en la vejez son los rendimientos, debido a que entre el 60% y 65% del ahorro acumulado es producto de estos y solamente el 30% corresponde a las cotizaciones, por tanto se hace necesario una adecuada gestión para que el fondo genere rentabilidades adecuadas que contribuyan a incrementar las pensiones de los cotizantes al momento del retiro.
  
3. Los Multifondos de Inversión son una alternativa viable a implementar en el Fondo de Pensiones debido a que, con una adecuada regulación, que permita libertad de invertir en diferentes instrumentos financieros locales y del exterior, se contribuiría a incrementar las rentabilidades y brindar a los cotizantes mayores pensiones. Adicionalmente propiciaría el desarrollo del país por medio de inversiones en infraestructura.

4. Para la implementación de Multifondos de Inversión es necesario realizar cambios en las leyes donde se analicen e incluyan los factores: edades de los cotizantes, riesgo/rendimiento, límites de inversión en renta fija y renta variable. En donde cada uno de los conceptos juegue un papel importante y se analice por separado, con el fin primordial que los retornos esperados sean incluso sobrepasados.

## **5.2 RECOMENDACIONES**

Este espacio, permite brindar las recomendaciones principales obtenidas después de la observación y documentación sobre “Multifondos de Inversión aplicados al fondo de pensiones”.

1. Que el Estado salvadoreño permita al fondo de pensiones que funcione como se previó al momento de la implementación, eliminando la obligatoriedad de compra de Certificados de Inversión Previsionales y permitiendo que estos ahorros sean invertidos en proyectos de desarrollo a través de inversiones en infraestructura contempladas en la Ley de Titularización de Activos, Ley de Fondos de inversión y la Ley Especial de Asocios Público Privado
2. Se recomienda que se estudie y analice la conveniencia de una reforma estructural para cambiar la manera de invertir los fondos de pensiones en donde se incluya

además: Control de cotizaciones, Coberturas, Edad mínima de pensión, Ajuste de pensiones, Flexibilidad de las inversiones, Flexibilidad de las tasas de intereses/ retornos/ riesgo por segmento de población.

3. Se recomienda la creación de Multifondos estableciendo tres fondos por edades, en donde los cotizantes de 18 hasta 39 años se encuentren en el fondo Riesgoso, entre 40 y 50 años en el Moderado y mayores a 50 años por ser próximos a pensionarse en el Conservador. Además que se permite a los trabajadores elegir en cual fondo invertir sus cotizaciones de acuerdo a los perfiles de inversión de cada uno de ellos.
  
4. Apertura política, para renovar la estructura actual de los fondos de pensiones. Crear una reforma de pensiones estructurada que conlleve el trabajo en conjunto de todos los entes colegiados y conocedores del tema, donde se pueda gestionar más inversión y mayores rendimientos para esos fondos. Dándole mayor importancia al manejo y obtención de resultados para los fondos para que, en un futuro sean pilares del crecimiento económico del país.

Se ha considerado que las recomendaciones brindadas, son parte importantes para el pleno resurgimiento de los fondos de pensiones en el país y de su futuro desempeño.

## Bibliografía

(30 de Marzo de 2015). Obtenido de Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantía: <http://www.asofondos.org.co/multifondos>

Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones Chile AAFP. (Marzo de 2015). *aafp.cl*. Obtenido de <http://www.aafp.cl/antecedentes>

(s.f.). *Diagnostico Sobre el Impacto del Sistema Previsional en la Sostenibilidad Fiscal del País*.

Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. (2009). *Inversiones y Pensiones en los Sistemas de Capitalización*. Chile.

Holzmann, Palacios y Zviniene Banco Mundial. (2004). *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*. San Salvador.

ISSS, Instituto Salvadoreño del Seguro Social. (Marzo 2015 de 2015). *iss.gov.sv*. Obtenido de [http://www.iss.gov.sv/index.php?option=com\\_content&view=article&id=49&Itemid=84](http://www.iss.gov.sv/index.php?option=com_content&view=article&id=49&Itemid=84)

Ley 19795. (28 de 02 de 2002). *En materia de Inversión de los Fondos de Pensiones*. Santiago, Santiago, Chile.

*Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (Ley SAP)*. (s.f.).

*Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones*. (1996). San Salvador: Diario Oficial N. 243 Tomo N. 333.

Novellino, Rene E. ASAFONDOS. (2010). *Diagnostico del Sistema de Pensiones en El Salvador y Propuesta de Mejora y Aseguramiento de sus Sostenibilidad*. San Salvador: ASAFONDOS.

Superintendencia del Sistema Financiero. (Diciembre 2014). *Resumen Estadístico Provisional*. San Salvador.

LEY SAP	Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones
AFP	Administradora de Fondo de Pensiones
ISSS	Instituto Salvadoreño del Seguro Social
INPEP	Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos
PIB	Producto Interno Bruto
FUNDAUNGO	Fundación Dr. Guillermo Manuel Ungo
FUSADES	Fundación Salvadoreña para el Desarrollo
ASAFONDOS	Asociación Salvadoreña de Administradoras de Fondos
SSF	Superintendencia del Sistema Financiero
AAFP	Asociación de Administradoras de Fondos de Chile
FIAP	Federación Internacional de Administradoras de Fondos
AFORES	Administradoras de Fondo de Retiros
SIEFORES	Sociedades de Inversión de Ahorro para Retiro
CONSAR	Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para Retiro

# ANEXOS



## ANEXO 1

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

### MULTIFONDOS DE INVERSION APLICADO AL FONDO DE PENSIONES EN EL SALVADOR

Como parte de nuestra tesis en la Maestría de Administración Financiera de la Universidad de El Salvador estamos realizando una investigación acerca de Multifondos de Inversión Aplicados al Fondo de Pensiones en El Salvador. La información brindada en esta entrevista es de carácter confidencial, solo será utilizada para los propósitos de la investigación. Agradecemos su colaboración

#### Objetivos de la entrevista:

Comprender a mayor profundidad el tema actual de los fondos de pensiones. La situación por la que se está atravesando y la necesidad de generar algún cambio que sea sostenible en el tiempo para lograr una mayor rentabilidad y auto sostenimiento de los fondos de pensiones en El Salvador, sin llegar afectar directamente a los contribuyentes ni al estado en general.

EMPRESA O INSTITUCION: Superintendencia del Sistema de Pensiones, Adjunto de Pensiones

PERSONA ENTREVISTADA: Sigfredo Gómez

FUNCION PUESTO: Superintendente Adjunto de Pensiones

EXPERIENCIA EN PENSIONES: 10Años

1. ¿Cómo considera que está siendo gestionados los fondos de pensiones en el país?

COMENTARIO:

Para comenzar, hablemos de dos fondos separados. El antiguo y el nuevo sistema. El actual fondo de pensiones, se enmarca en la ley, y es considerado aceptable, pues así fue establecido. Cada individuo iba a ahorrar para su propia cuenta corriente, lo que conlleva a que dentro de los parámetros por el cual fue establecido el SAP, está operando tal como fue concebido.

2. ¿Considera que existe algún área de oportunidad en el actual manejo de los fondos?

COMENTARIO:

Dos concretamente:

1 Diversificación de la cartera de inversiones

2 Desarrollo de las inversiones en el país. Titularizaciones

3. Actualmente se habla mucho sobre la existencia de crisis en el sistema de pensiones. ¿Considera que el Sistema de Pensiones Privado se encuentra en crisis?

SI ( ) NO ( ✓ ) NO SABE ( )

COMENTARIO:

El actual sistema de pensiones no se encuentra en crisis. La crisis que tenemos actualmente, es el arrastre que traemos del antiguo sistema de pensiones.

4. De acuerdo al decreto 927 del año 1996, el sistema anterior de fondo de pensiones administrado por el ISSS y el INPEP, preparaba para los cotizantes una “vejez insegura”. Actualmente, ¿No estaríamos ante el mismo problema, cerca de 18 años después?

SI ( ) NO ( ✓ ) NO SABE ( )

COMENTARIO:

Con SAP no. Sin embargo, si se tiene que trabajar y hacer algo más, como por ejemplo, más inversión, mejorar el manejo de las rentabilidades, crecimiento económico, dinamizar la economía, generar más titularizaciones.

5. De acuerdo a su criterio, ¿considera que existe algún riesgo de importancia significativa, de ocurrir un desplome de los fondos de pensiones en el país?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO:

De no generarse una reforma en pensiones se podría hablar de un riesgo. Sin embargo, para eso se está trabajando actualmente en reformar las pensiones.

6. ¿De acuerdo a su conocimiento y a su percepción de la realidad del país, considera usted que las cotizaciones actuales y los rendimientos obtenidos propiciarán en el futuro pensiones dignas a los trabajadores?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO:

No por el tema de la rentabilidad. Los rendimientos de los CIP son la clave.

7. ¿Cuáles son las propuestas de reformas de las cuales tiene conocimiento?

Incrementar la edad de retiro y los años de cotización ( )

Incrementar los porcentajes de cotización del trabajador y del patrono ( )

Modificar los límites de inversión del Fondo reestructurando los portafolios ( )

Propiciar un incremento en las rentabilidades del Fondo de Pensiones ( )

COMENTARIO:

No se contesta por la coyuntura de la reforma de pensiones actual.

8. De las anteriores propuestas de reforma, cual considera que pudiera impactar en mayor medida la eficiencia del manejo de los fondos?

COMENTARIO:

No se contesta por la coyuntura de la reforma de pensiones actual.

9. De los siguientes indicadores cuales considera usted que se deben mejorar/incrementar para que en el futuro las pensiones cubran las necesidades de los trabajadores?

Monto o porcentaje de cotización (✓)

Tasas de interés de las cotizaciones (✓)

Edades de retiro (✓)

Otros (✓)

COMENTARIO:

Todos ayudarían

10. Actualmente existe una alta concentración de títulos emitidos por el gobierno invertidos en el Fondo que generan rendimientos por debajo de los ofrecidos en el mercado ¿Está usted de acuerdo cómo están invertidas las cotizaciones y los rendimientos que estas generan?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO:

No es la mejor opción.

No son convenientes a partir de cómo están legislados.

11. ¿Cuáles variables o estrategias se deberían implementar para mejorar los rendimientos de las cotizaciones con el fin de propiciar mejores pensiones?

1. Diversificación de inversiones

2. Financiar inversiones productivas

12. ¿Considera que los multifondos de inversión son una alternativa para mejorar los rendimientos de los ahorrantes?.

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO:

A partir de la diversificación de cartera que esto conlleva, definitivamente si son una alternativa.

13. ¿Cómo afectaría la implementación de Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO:

Actualmente por la legislación que se tiene.

De superarse el tema de la legislación, entonces no habría problemas.

14. ¿Cuál debería ser la estrategia para implementar los Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO:

Definitivamente aplicar multifondos de inversión en el país si se puede. Pero debe de existir un cambio en la ley primeramente.

Crear una normativa adecuada en donde se refleje el riesgo/ beneficio.

15. ¿Cuáles variables deberían considerarse para determinar los Multifondos de Inversión?

Riesgo/rendimiento (✓)

Edades de los cotizantes (✓)

Porcentaje de Renta Fija o Renta Variable (✓)

Otras: \_

Todos los anteriores.

16. ¿En base a la pregunta anterior cual podría ser la mejor estructura de los Multifondos de Inversión?

1. Riesgo/ Rendimiento.

17. ¿Considera que en la implementación de Multifondos se podría incluir algún incentivo fiscal, lo que contribuiría a que los cotizantes incrementen las cuotas voluntarias?

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO:

Si, impuesto sobre la renta.

18. En cuanto tiempo promedio considera usted que podría generarse implementación de multifondos en el país?

COMENTARIO:

De 1 a 2 años. Primero se tiene que trabajar en reformar la ley.

19. Considera que los trabajadores estarían interesados en seleccionar el fondo donde se invierten sus cotizaciones.

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO:

Solo hay que socializar el tema, con todos los niveles de la población.

20. De aceptarse la implementación de multifondos en el país, como considera que se debería de difundir la comunicación, para que todas las personas estén enteradas de ese cambio importante en los fondos de pensiones?

COMENTARIO:

Hay que diseñar una estrategia para socializar el tema con todos sus componentes.

Gracias por su cooperación!



## ANEXO 1



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

### MULTIFONDOS DE INVERSION APLICADO AL FONDO DE PENSIONES EN EL SALVADOR

Como parte de nuestra tesis en la Maestría de Administración Financiera de la Universidad de El Salvador estamos realizando una investigación acerca de Multifondos de Inversión Aplicados al Fondo de Pensiones en El Salvador. La información brindada en esta entrevista es de carácter confidencial, solo será utilizada para los propósitos de la investigación. Agradecemos su colaboración

#### **Objetivos de la entrevista:**

Comprender a mayor profundidad el tema actual de los fondos de pensiones. La situación por la que se está atravesando y la necesidad de generar algún cambio que sea sostenible en el tiempo para lograr una mayor rentabilidad y auto sostenimiento de los fondos de pensiones en El Salvador, sin llegar afectar directamente a los contribuyentes ni al estado en general.

EMPRESA O INSTITUCION: Asesor de la comisión de economía y financiera de la Asamblea Legislativa y Economista independiente.

PERSONA ENTREVISTADA: Rafael Lemus

FUNCION PUESTO: Economista

EXPERIENCIA EN PENSIONES: 10Años

1. ¿Cómo considera que está siendo gestionados los fondos de pensiones en el país?

COMENTARIO: El problema actual es básicamente la regulación.

Pues la misma regulación y la necesidad de recursos que implicaba la transición del viejo al nuevo sistema, los llevo a estrangular el fondo, se ha metido mucha obligatoriedad de comprar papeles.

El fondo de capitalización no la dejaron funcionar, ese es un problema de diseño y como en el camino se fue deformando, se fue estrangulando y quintándole fondos.

De hacerse una reforma, se liberaría al nuevo sistema.

2. ¿Considera que existe algún área de oportunidad en el actual manejo de los fondos?

COMENTARIO: Debiera existir una reforma, para flexibilizar más recursos de inversión de capitalización al fondo.

De la capitalización dependen las pensiones futuras de todos los cotizantes.

Además de la regulación, se necesita desarrollar el mercado de valores en el país. Crear fondos de inversión modificar y flexibilizar la ley de titularización para que sea más ágil y menos restrictivo, o desarrollar nuestro mercado. Aunque el mejor mercado de valores ya desarrollado, está en el mundo. Por lo que deberían de abrirse las inversiones al mundo, que es básicamente lo que necesita el país para aprovechar las rentabilidades, todo esto si es factible, pero debe de regularse bien para minimizar el riesgo.

Ademas, se necesita voluntad política.

3. Actualmente se habla mucho sobre la existencia de crisis en el sistema de pensiones. ¿Considera que el Sistema de Pensiones Privado se encuentra en crisis?

SI ( ) NO ( ✓ ) NO SABE ( )

COMENTARIO: El fondo de pensiones nuevo no tiene problemas, porque la cotización es de cada persona pero el rendimiento es malo, es bajo. El viejo si tiene problema porque se agotaron las reservas y las cotizaciones no alcanzan para los pensionados, es un problema estructural, problema de diseño del modelo que si no se hubiera cambiado a las SAP, ese problema se tuviera más grande.

4. De acuerdo al decreto 927 del año 1996, el sistema anterior de fondo de pensiones administrado por el ISSS y el INPEP, deparaba para los cotizantes una “vejez insegura”. Actualmente, ¿No estaríamos ante el mismo problema, cerca de 18 años después?.

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Quien es el obligado a pagar las pensiones del viejo sistema es el gobierno, el problema es que no asumen la responsabilidad de pagar pensiones y cuando toca pagar no lo hacen sino lo agarran de otro.

5. De acuerdo a su criterio, ¿considera que existe algún riesgo de importancia significativa, de ocurrir un desplome de los fondos de pensiones en el país?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: El sistema de pensiones no se va a desplomar. Fue diseñado para auto-sostenerse, pues en este fondo lo que se ahorra es lo que se tiene para la pensión. Sin embargo, si es de tomar en cuenta el tema de rentabilidades. El sistema funciona pero debe incrementar la inversión en el mercado financiero.

6. ¿De acuerdo a su conocimiento y a su percepción de la realidad del país, considera usted que las cotizaciones actuales y los rendimientos obtenidos propiciarán en el futuro pensiones dignas a los trabajadores?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Con los rendimientos que se tienen, en el futuro lo que va a suceder es que se va a recibir una pequeña pensión.

La Capitalización juega con dos cosas, con la cotización que se aporta mensualmente y los rendimientos.

Como el rendimiento es bajísimo no hace la exponencial y todo el esquema del crecimiento del fondo en el largo plazo es mucha plata.

De los estudios que se han hecho, le da por cada punto que usted pierde o que usted gana en 25 años le da 20% más/menos de dinero.

7. ¿Cuáles son las propuestas de reformas de las cuales tiene conocimiento?

Incrementar la edad de retiro y los años de cotización (✓)

Incrementar los porcentajes de cotización del trabajador y del patrono ( ✓ )  
Modificar los límites de inversión del Fondo reestructurando los portafolios ( ✓ )  
Propiciar un incremento en las rentabilidades del Fondo de Pensiones ( ✓ )

COMENTARIO: El gobierno aún se encuentra en análisis de una reforma. Sin embargo esta reforma tendría un problema, y es que los costos políticos nadie los quiere pagar.

Pero mientras no se haga la reforma, a la sociedad le aumentan los costos económicos.

La gente no compra el tema porque no lo conocen y además es un tema de largo plazo, que lo van a reclamar cuando ya vayan de salida y necesiten su pensión.

8. De las anteriores propuestas de reforma, cual considera que pudiera impactar en mayor medida la eficiencia del manejo de los fondos?

COMENTARIO: Rentabilidad. Pues 1 punto más o de menos en 25 años le incrementa un 20% del total de la pensión. Es lo que más le pegaría y por lo tanto lo que se debe de ir buscando.

9. De los siguientes indicadores cuales considera usted que se deben mejorar/incrementar para que en el futuro las pensiones cubran las necesidades de los trabajadores?

Monto o porcentaje de cotización ( )  
Tasas de interés de las cotizaciones ( ✓ )  
Edades de retiro ( )  
Otros ( )

COMENTARIO: La tasa de interés de las cotizaciones.

10. Actualmente existe una alta concentración de títulos emitidos por el gobierno invertidos en el Fondo que generan rendimientos por debajo de los ofrecidos en el mercado ¿Está usted de acuerdo cómo están invertidas las cotizaciones y los rendimientos que estas generan?

SI ( ) NO ( ✓ ) NO SABE ( )

COMENTARIO: No porque no se están obteniendo los retornos esperados.

11. ¿Cuáles variables o estrategias se deberían implementar para mejorar los rendimientos de las cotizaciones con el fin de propiciar mejores pensiones?

1. Regular las inversiones de los fondos de pensiones, abrir el campo para inversiones en distintos títulos valores.
2. Invertir en títulos fuera de la bolsa de valores salvadoreña
3. Incrementar tasas de interés de las inversiones
4. Multifondos de inversión

12. ¿Considera que los multifondos de inversión son una alternativa para mejorar los rendimientos de los ahorrantes?.

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO: Los multifondos si son una alternativa para el nuevo fondo y no solo una alternativa sino algo necesario y mas que los multifondos es la libertad de inversión al fondo de pensiones lo que se hace necesario.

13. ¿Cómo afectaría la implementación de Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO: Temas desfavorables no hay en multifondos. Pero si debe de existir libertad para invertir, no solo en la bolsa de valores local, sino abrirse al mundo.

14. ¿Cuál debería ser la estrategia para implementar los Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO: Cambiar la normativa existente, para que haya apertura de inversión.

15. ¿Cuáles variables deberían considerarse para determinar los Multifondos de Inversión?

Riesgo/rendimiento (✓)

Edades de los cotizantes (✓)

Porcentaje de Renta Fija o Renta Variable (✓)

Otras: Todos los anteriores. Y adicionar a esto, la apertura al mercado bursátil internacional.

16. ¿En base a la pregunta anterior cual podría ser la mejor estructura de los Multifondos de Inversión?

2. Riesgo/ Rendimiento.

3. Edad

4. Aversión al riesgo

17. ¿Considera que en la implementación de Multifondos se podría incluir algún incentivo fiscal, lo que contribuiría a que los cotizantes incrementen las cuotas voluntarias?

SI (✓)                      NO ( )                      NO SABE ( )

COMENTARIO: El incentivo que ya se tiene es el del Impuesto Sobre la Renta. Sin embargo, si la gente ahorra más, se le podría incentivar siempre con la figura de Impuesto Sobre la Renta, y hacerlo público para que la gente lo conozca y se incentive al ahorro voluntario.

18. En cuanto tiempo promedio considera usted que podría generarse implementación de multifondos en el país?

COMENTARIO: 3 meses, solo todo es cuestión de apertura a la normativa. Todo lo demás, es agarrar un modelo existente, podría ser el de Chile y adaptarlo a nuestro medio.

19. Considera que los trabajadores estarían interesados en seleccionar el fondo donde se invierten sus cotizaciones.

SI (✓)                      NO ( )                      NO SABE ( )

COMENTARIO: No solo estarían interesados, sino más bien el Estado debe de procurar más bienestar para ellos, para generarles mayores rendimientos y ayudarles a que tuvieran una mejor pensión en el futuro.

20. De aceptarse la implementación de multifondos en el país, como considera que se debería de difundir la comunicación, para que todas las personas estén enteradas de ese cambio importante en los fondos de pensiones?

COMENTARIO: Por spot publicitarios, mensajes, por campañas de las AFP y seccionar por tipo de audiencia, pues a un joven se le debe llegar de una manera diferente que a una persona mayor.

Gracias por su cooperación!



## ANEXO 1



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

### MULTIFONDOS DE INVERSION APLICADO AL FONDO DE PENSIONES EN EL SALVADOR

Como parte de nuestra tesis en la Maestría de Administración Financiera de la Universidad de El Salvador estamos realizando una investigación acerca de Multifondos de Inversión Aplicados al Fondo de Pensiones en El Salvador. La información brindada en esta entrevista es de carácter confidencial, solo será utilizada para los propósitos de la investigación. Agradecemos su colaboración

#### **Objetivos de la entrevista:**

Comprender a mayor profundidad el tema actual de los fondos de pensiones. La situación por la que se está atravesando y la necesidad de generar algún cambio que sea sostenible en el tiempo para lograr una mayor rentabilidad y auto sostenimiento de los fondos de pensiones en El Salvador, sin llegar afectar directamente a los contribuyentes ni al estado en general.

EMPRESA O INSTITUCION: AFP CRECER

PERSONA ENTREVISTADA: Marcelo Guerra

FUNCION PUESTO: Jefe de Inversiones

EXPERIENCIA EN PENSIONES: 6 Años

1. ¿Cómo considera que está siendo gestionados los fondos de pensiones en el país?

COMENTARIO: De forma transparente, porque es un esquema de capitalización individual y dentro del marco jurídico que lo rige como es la Ley del Fondo de Pensiones.

2. ¿Considera que existe algún área de oportunidad en el actual manejo de los fondos?

COMENTARIO: Existe una oportunidad de mejora en el marco regulatorio que permita a los inversionistas (cotizantes) tener acceso a inversiones de largo plazo con mayores rentabilidades y no limitarnos a un mercado de valores tan insipiente como el que tenemos en el país. Con las inversiones a largo plazo lo que se puede perder en un periodo podemos recuperarlo en el largo plazo.

3. Actualmente se habla mucho sobre la existencia de crisis en el sistema de pensiones. ¿Considera que el Sistema de Pensiones Privado se encuentra en crisis?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: La crisis es del sistema público y no del privado debido a que el sistema de ahorro para pensiones privado se creó para que a los cotizantes se les pagara únicamente lo que se ha ahorrado durante su vida laboral más la rentabilidad que generan sus ahorros. Por términos de justicia no debe haber una carga intergeneracional, es decir que, la deuda de los pensionados la paguen los cotizantes jóvenes. Entonces el sistema privado nunca estará en crisis porque se otorgara pensiones de acuerdo a lo ahorrado. En el sistema público existía una pensión definida que incluso podía llegar hasta el 100% de pensión.

4. De acuerdo al decreto 927 del año 1996, el sistema anterior de fondo de pensiones administrado por el ISSS y el INPEP, deparaba para los cotizantes una “vejez insegura”. Actualmente, ¿No estaríamos ante el mismo problema, cerca de 18 años después?.

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Porque la pensión será en base a los años cotizados, actualmente la OIT recomienda que sea el 40% del último salario que es las tasas de reemplazo que es la pensión dividida por el último salario. Las pensiones que se otorgarían a los pensionados del nuevo sistema estarían por debajo de este porcentaje. Se puede dar una vejez insegura si las tasas de reemplazo son demasiado bajas pero esto se puede solucionar mediante el régimen de inversión para que las tasas de reemplazo se acercan a la que recomiendan los organismos internacionales.

5. De acuerdo a su criterio, ¿considera que existe algún riesgo de importancia significativa, de ocurrir un desplome de los fondos de pensiones en el país?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Es imposible. Sin embargo con la creación del fideicomiso y las tasas de rendimiento que este proporciona, según cálculos realizados hemos dejado de percibir mil millones de dólares con este fideicomiso. Si tuviéramos un otro régimen de inversión podríamos tener rentabilidades más altas. Lo que puede pasar es que algunas de las empresas donde se tienen inversiones quiebren, sin embargo esto no es un riesgo debido a que el fondo se encuentra diversificado. Lo que puede pasar es que el Estado siga pensando que la solución en las pensiones sean cambios significativos que lleguen afectar los ahorros de los trabajadores

6. ¿De acuerdo a su conocimiento y a su percepción de la realidad del país, considera usted que las cotizaciones actuales y los rendimientos obtenidos propiciarán en el futuro pensiones dignas a los trabajadores?

SI ( ) NO ( ) NO SABE (✓)

COMENTARIO: Para eso debemos poner un número a la pensión digna, debemos retomar el porcentaje del 40% recomendado por OIT. Considerando eso y de acuerdo con los rendimientos que se obtienen y teniendo más del 54% invertido en el Estado con un rendimiento del 1% cuando en el mercado internacional se paga el 6 o 7% se podría entender que no se tendrán pensiones dignas.

7. ¿Cuáles son las propuestas de reformas de las cuales tiene conocimiento?

Incrementar la edad de retiro y los años de cotización (✓)

Incrementar los porcentajes de cotización del trabajador y del patrono (✓)

Modificar los límites de inversión del Fondo reestructurando los portafolios (✓)

Propiciar un incremento en las rentabilidades del Fondo de Pensiones (✓)

COMENTARIO: Sin embargo el gobierno no se ha pronunciado oficialmente sobre las reformas y lo lamentable es que nunca se menciona como propiciar mejores pensiones para los cotizantes solo se menciona como aliviar la carga fiscal del sistema público

8. De las anteriores propuestas de reforma, cual considera que pudiera impactar en mayor medida la eficiencia del manejo de los fondos?

COMENTARIO: Modificar los límites de inversión del fondo estructurando los portafolios lo que propiciaría un incremento en las rentabilidades.

9. De los siguientes indicadores cuales considera usted que se deben mejorar/incrementar para que en el futuro las pensiones cubran las necesidades de los trabajadores?

Monto o porcentaje de cotización ( )  
Tasas de interés de las cotizaciones (✓)  
Edades de retiro ( )  
Otros ( )

COMENTARIO: La rentabilidad representa en tre el 60 y 65% del saldo final de la cuenta individual de los cotizantes y el 30% corresponde a los aportes

10. Actualmente existe una alta concentración de títulos emitidos por el gobierno invertidos en el Fondo que generan rendimientos por debajo de los ofrecidos en el mercado ¿Está usted de acuerdo cómo están invertidas las cotizaciones y los rendimientos que estas generan?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: No porque no se generan las tasas adecuadas. En todo caso el Estado debería de pagar las tasas de mercado, así no se vería afectados los cotizantes.

11. ¿Cuáles variables o estrategias se deberían implementar para mejorar los rendimientos de las cotizaciones con el fin de propiciar mejores pensiones?

1. Multifondos de Inversión
2. Cambios en el régimen de inversión el cual está amarrado con Multifondos de Inversión
3. \_\_\_\_\_
4. \_\_\_\_\_
5. \_\_\_\_\_

12. ¿Considera que los multifondos de inversión son una alternativa para mejorar los rendimientos de los ahorrantes?.

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

13. ¿Cómo afectaría la implementación de Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO: Separar los grupos por edades no afectaría a los cotizantes porque cada quien invertiría de acuerdo a su perfil de riesgo y beneficiaria si existen cambios en la regulación donde se permita invertir en infraestructura lo que permitiría desarrollo para el país.

14. ¿Cuál debería ser la estrategia para implementar los Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO: Cambios en la normativa

Análisis técnico por grupos de edades para definir la exposición al riesgo y determinar los límites de diversificación. Los multifondos de inversión deberían implementarse desde el Fondo de pensiones existente.

15. ¿Cuáles variables deberían considerarse para determinar los Multifondos de Inversión?

Riesgo/rendimiento (✓)

Edades de los cotizantes (✓)

Porcentaje de Renta Fija o Renta Variable (✓)

Otras: Limites de Inversión para cada uno de los fondos

16. ¿En base a la pregunta anterior cual podría ser la mejor estructura de los Multifondos de Inversión?

1. Edades de los cotizantes

2. \_\_\_\_\_

3. \_\_\_\_\_

4. \_\_\_\_\_

5. \_\_\_\_\_

17. ¿Considera que en la implementación de Multifondos se podría incluir algún incentivo fiscal, lo que contribuiría a que los cotizantes incrementen las cuotas voluntarias?

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO: Los multifondos contribuirían a incrementar las aportaciones voluntarios, sin embargo estas aportaciones deben destinarse a un portafolio y un sistema de inversión diferente a los multifondos porque los cotizantes que tengan la capacidad de realizar aportaciones voluntarios se entiende que tendrá mayor apetito de riesgo. Por tanto las cuotas obligatorias y voluntarias deberían de tener esquemas de inversión diferenciados. Las aportaciones voluntarias no deberían estar gravadas con el ISR.

18. En cuanto tiempo promedio considera usted que podría generarse implementación de multifondos en el país?

COMENTARIO: No sé, sin embargo considero que debería ser rápido y que no debería tomar mucho tiempo.

19. Considera que los trabajadores estarían interesados en seleccionar el fondo donde se invierten sus cotizaciones.

SI (✓)                      NO ( )                      NO SABE ( )

COMENTARIO: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

20. De aceptarse la implementación de multifondos en el país, como considera que se debería de difundir la comunicación, para que todas las personas estén enteradas de ese cambio importante en los fondos de pensiones?

COMENTARIO: Esfuerzo conjunto entre los reguladores y las AFP.

Gracias por su cooperación!



## ANEXO 1



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

### MULTIFONDOS DE INVERSION APLICADO AL FONDO DE PENSIONES EN EL SALVADOR

Como parte de nuestra tesis en la Maestría de Administración Financiera de la Universidad de El Salvador estamos realizando una investigación acerca de Multifondos de Inversión Aplicados al Fondo de Pensiones en El Salvador. La información brindada en esta entrevista es de carácter confidencial, solo será utilizada para los propósitos de la investigación. Agradecemos su colaboración

#### **Objetivos de la entrevista:**

Comprender a mayor profundidad el tema actual de los fondos de pensiones. La situación por la que se está atravesando y la necesidad de generar algún cambio que sea sostenible en el tiempo para lograr una mayor rentabilidad y auto sostenimiento de los fondos de pensiones en El Salvador, sin llegar afectar directamente a los contribuyentes ni al estado en general.

EMPRESA O INSTITUCION:  FUNDAUNGO

PERSONA ENTREVISTADA: \_\_\_\_\_

FUNCION PUESTO: \_\_\_\_\_

EXPERIENCIA EN PENSIONES: \_\_\_\_\_

1. ¿Cómo considera que está siendo gestionados los fondos de pensiones en el país?

COMENTARIO: Existe un baja cobertura en el nuevo sistema de pensiones y varios aspectos que deben considerarse

---

---

---

---

---

2. ¿Considera que existe algún área de oportunidad en el actual manejo de los fondos?

COMENTARIO: Llevar a cabo una reforma integral en las pensiones tomando en cuenta aspectos como diversificación de los fondos, analizar otras aspectos para brindar cobertura (Sector informal).

---

---

---

---

3. Actualmente se habla mucho sobre la existencia de crisis en el sistema de pensiones. ¿Considera que el Sistema de Pensiones Privado se encuentra en crisis?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Tiene un diseño equilibrado únicamente lo que se ha ahorrado de acuerdo a lo cotizado así será la pensión. Sin embargo el fondo posee baja rentabilidad por lo que se enfrentará un problema para los futuros pensionados. Las tasas deben implementarse de forma gradual.

4. De acuerdo al decreto 927 del año 1996, el sistema anterior de fondo de pensiones administrado por el ISSS y el INPEP, deparaba para los cotizantes una “vejez insegura”. Actualmente, ¿No estaríamos ante el mismo problema, cerca de 18 años después?.

SI ( ) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO: Depende porque la pensión esta relacionada por los ahorros y lo rendimientos que se obtienen

5. De acuerdo a su criterio, ¿considera que existe algún riesgo de importancia significativa, de ocurrir un desplome de los fondos de pensiones en el país?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Riesgo de pobreza de los pensionados, el gobierno garantiza la pensión mínima. Utilizar el mecanismo del seguro

6. ¿De acuerdo a su conocimiento y a su percepción de la realidad del país, considera usted que las cotizaciones actuales y los rendimientos obtenidos propiciarán en el futuro pensiones dignas a los trabajadores?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

7. ¿Cuáles son las propuestas de reformas de las cuales tiene conocimiento?  
Incrementar la edad de retiro y los años de cotización (✓)  
Incrementar los porcentajes de cotización del trabajador y del patrono ( )  
Modificar los límites de inversión del Fondo reestructurando los portafolios ( )  
Propiciar un incremento en las rentabilidades del Fondo de Pensiones ( )

COMENTARIO: Se debe analizar el tipo de trabajo para evaluar primas escalonadas y que no necesariamente sea por años

8. De las anteriores propuestas de reforma, cual considera que pudiera impactar en mayor medida la eficiencia del manejo de los fondos?

COMENTARIO: Reforma integral como incrementar la cobertura, se debe considerar todos estos factores

9. De los siguientes indicadores cuales considera usted que se deben mejorar/incrementar para que en el futuro las pensiones cubran las necesidades de los trabajadores?

Monto o porcentaje de cotización (✓)

Tasas de interés de las cotizaciones (✓ )  
Edades de retiro (✓ )  
Otros (✓ )

COMENTARIO: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

10. Actualmente existe una alta concentración de títulos emitidos por el gobierno invertidos en el Fondo que generan rendimientos por debajo de los ofrecidos en el mercado ¿Está usted de acuerdo cómo están invertidas las cotizaciones y los rendimientos que estas generan?

SI ( ) NO (✓) NO SABE ( )

COMENTARIO: Se debe diversificar e invertir menos en deuda pública, de forma inmediata se pueden usar estos fondos en proyectos de infraestructura como titularizaciones con esto se apoya el desarrollo del país, ampliación del aeropuerto y fovial. Considerarse la inversión en el extranjero con algún tipo de regulación.

11. ¿Cuáles variables o estrategias se deberían implementar para mejorar los rendimientos de las cotizaciones con el fin de propiciar mejores pensiones?

1. Multifondos de Inversión \_\_\_\_\_
2. Inversiones en infraestructura \_\_\_\_\_
3. \_\_\_\_\_
4. \_\_\_\_\_
5. \_\_\_\_\_

12. ¿Considera que los multifondos de inversión son una alternativa para mejorar los rendimientos de los ahorrantes?.

SI (✓) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO: Si es una opción adecuada \_\_\_\_\_

13. ¿Cómo afectaría la implementación de Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO: La diversificación del fondo y disminuye el riesgo sistemático, puede contribuir a incrementar la rentabilidad y por ende aumentar las pensiones.

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

14. ¿Cuál debería ser la estrategia para implementar los Multifondos de Inversión en el Fondo de Pensiones?

COMENTARIO: Cambios en la regulación, Análisis técnicos por grupos de edades.

---

---

---

---

---

15. ¿Cuáles variables deberían considerarse para determinar los Multifondos de Inversión?

Riesgo/rendimiento (✓)

Edades de los cotizantes (✓)

Porcentaje de Renta Fija o Renta Variable ( )

Otras: \_\_\_\_\_

---

16. ¿En base a la pregunta anterior cual podría ser la mejor estructura de los Multifondos de Inversión?

1. Por edades

2. Rendimientos

3. \_\_\_\_\_

4. \_\_\_\_\_

5. \_\_\_\_\_

17. ¿Considera que en la implementación de Multifondos se podría incluir algún incentivo fiscal, lo que contribuiría a que los cotizantes incrementen las cuotas voluntarias?

SI ( ) NO ( ) NO SABE ( )

COMENTARIO: Los multifondos contribuirían a incrementar las aportaciones voluntarios

---

18. En cuanto tiempo promedio considera usted que podría generarse implementación de multifondos en el país?

COMENTARIO: Debería ser rápido después de modificar las regulación.

---

---

---

---

19. Considera que los trabajadores estarían interesados en seleccionar el fondo donde se invierten sus cotizaciones.

SI (✓)                      NO ( )                      NO SABE ( )

COMENTARIO: Se debe realizar educación financiera, y comunicarse adecuadamente.

---

---

20. De aceptarse la implementación de multifondos en el país, como considera que se debería de difundir la comunicación, para que todas las personas estén enteradas de ese cambio importante en los fondos de pensiones?

COMENTARIO: La divulgación debe realizar por medio de AFP porque así lo establece la ley de sistema de pensiones. Además la comunicación debe realizarse por sectores como jóvenes a través de redes sociales, televisión y radio.

---

---

---

---

Gracias por su cooperación!