

DOCUMENTO TÉCNICO

REVISIÓN AL REGIMEN DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS Y CESANTÍA

REVISIÓN AL RÉGIMEN DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS Y CESANTÍA

INTRODUCCIÓN

Las Administradoras de los Fondos de Pensiones y Cesantía (AFP) son agentes fundamentales en la generación de rendimientos sobre los aportes de los trabajadores, que contribuyan a generar niveles de ahorro suficiente para mantener el nivel de vida del afiliado durante los años de retiro. Para lograr este propósito, algunas jurisdicciones han optado por establecer el marco regulatorio bajo el cual se deben realizar las inversiones de los ahorros del sistema pensional, asegurando que exista un equilibrio entre liquidez, seguridad y rentabilidad. Las AFP deben diseñar estrategias de inversión que cumplan con los límites impuestos por la regulación y que le permitan al afiliado obtener la mayor cantidad de ahorro para sus afiliados al momento de pensionarse.

Los cambios regulatorios que recientemente ha impulsado el Gobierno Nacional al régimen de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPO) han estado enfocados en permitir nuevas oportunidades de inversión de los recursos de los afiliados, manteniendo niveles adecuados de seguridad sobre las que se fundamentó el esquema pensional de Colombia. Prueba de esta labor fue la ampliación de los límites de inversión en activos relacionados con la infraestructura, un tipo de inversión alternativa que se ajusta a las características de largo plazo del pasivo pensional y se constituye como un activo atractivo para incorporar al FPO.

La experiencia internacional ha mostrado cómo las administradoras de fondos de pensiones han buscado posibilidades de inversión no tradicionales, teniendo en cuenta las necesidades de rentabilidad en el largo plazo y seguridad de los ahorros de los afiliados. Esta tarea ha implicado que los recursos administrados sean destinados a adquirir activos “alternativos” que cuenten con características diferentes a los que tradicionalmente conforman un portafolio pensional, como los títulos de deuda y participativos. Estos instrumentos han servido para diversificar los riesgos a los que se enfrentan los portafolios ante coyunturas de bajas tasas de interés en los mercados internacionales. Se espera que los administradores de recursos pensionales continúen incorporando en sus portafolios este tipo de activos.

Con base en la experiencia internacional de los administradores de fondos de pensiones y los comentarios recibidos por parte de la URF por parte de diversos agentes sobre el régimen de inversiones vigente, el presente documento técnico contiene tres propuestas encaminadas a mejorar la eficiencia de los FPO. En primer lugar, se sugiere que algunos activos admisibles pueden reorganizarse de acuerdo con sus características de riesgo, permitiendo separar de los activos tradicionales aquellos activos de naturaleza alternativa. En segundo lugar, se propone una nueva categoría de activos denominada “activos restringidos” los cuales pueden contribuir a la diversificación de los riesgos del FPO. Finalmente se revisan algunos de los límites y los requisitos que actualmente presentan los activos admisibles, especialmente para los vehículos de inversión de emisores del exterior, de conformidad con las mejores prácticas internacionales y la experiencia de los reguladores de la región.

A continuación de esta introducción se presenta un breve marco normativo del régimen de inversiones en Colombia. En la segunda sección se analiza el uso de los llamados activos alternativos por parte de los administradores de fondos de pensiones en el mundo, describiendo las principales características de cada una de las categorías de activos alternativos y mostrando la evolución de su participación en los portafolios. En esta sección también se incluye un recuento de cómo países de la región, con regímenes de inversión

regulados como Chile y Perú, han permitido exposiciones reducidas de los FPO a activos restringidos. La sección final describe la propuesta regulatoria para modificar el régimen de inversiones de los FPO.

1. MARCO NORMATIVO

La Ley 100 de 1993, con la que se creó el "Sistema General de la Seguridad Social Integral" implementó dos regímenes de pensiones: el de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS) administrado por agentes privados para la administración de los aportes pensionales, y el Régimen de Prima Media con Prestación Definida (RPM) a cargo especialmente del ISS (hoy Colpensiones).

El RAIS se estableció con base en un nuevo régimen de seguridad social de capitalización que abarca al sector previsional, generando un sistema de cuenta individual para cada afiliado, logrando que la pensión de los afiliados sea proporcional a los aportes realizados y rendimientos obtenidos durante el período de cotización. La introducción de este nuevo sistema estuvo acompañada de la creación de las AFP para el manejo de los ahorros de los afiliados al sistema, encargadas de administrar los recursos de los Fondos Privados Obligatorios (FPO) y posteriormente los beneficios pensionales de los afiliados en la modalidad de retiro programado.

Posteriormente, la Ley 1328 de 2009 implementó el sistema de multifondos con la creación de cuatro tipos de fondos de pensiones obligatorios. En principio, se crean tres tipos de fondos con distintos portafolios de inversión según el riesgo: conservador, moderado y de mayor riesgo, donde cada trabajador cotizante tiene la libertad de escoger el tipo de fondo al que quiere destinar sus aportes, así como un fondo de retiro programado que actualmente cuenta con condiciones de inversión similares a las que tiene el fondo conservador. La reglamentación de los parámetros y condiciones del régimen de inversión de los FPO es desarrollada por el Gobierno Nacional en cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público los cuales se encuentran integrados al Decreto 2555 de 2010, más exactamente en el título 12 del Libro 6 de la Parte 2:

- **Decreto 2955 de 2010.** Con el fin de buscar transparencia en la toma de decisiones de inversión se obligó a las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías contar con políticas de inversión y asignaciones estratégicas de activos claramente definidas y aprobadas por su Junta Directiva. Así mismo, con el propósito de diferenciar los tipos de fondo de pensiones obligatorias se definieron los activos admisibles para cada uno de los portafolios y los límites de inversión de estos. Por otro lado, se establecieron los límites mínimos de inversión en títulos y/o valores participativos, con el objetivo de que cada uno de los tipos de fondos de pensiones obligatorias se ajuste al perfil de riesgo.
- **Decreto 857 de 2011.** Por medio de este decreto se modificaron los regímenes de inversión de los recursos de los fondos de cesantía y los de los fondos de pensiones obligatorias contenidos en el Título 12 del Libro 6 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de unificar en un mismo título el régimen de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y el régimen de inversión de los recursos de los fondos de cesantía, así como las reglas de gobierno corporativo comunes al proceso de inversión que les son aplicables, buscando su mejor organización y armonización.
- **Decreto 816 de 2014.** Entre otros objetivos, tiene como finalidad facilitar la inversión de los inversionistas institucionales, creando una categoría específica para la inversión en Fondos de Capital Privado nacionales destinados a la inversión en proyectos de infraestructura bajo el esquema

de Asociaciones Público Privadas (APP) descrito en la Ley 1508 de 2012, siempre que el Gobierno Nacional haga parte del respectivo proyecto.

- **Decreto 1385 de 2015.** El cual tuvo como objetivo ampliar la inversión dirigida a financiar proyectos de infraestructura pública bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas (APPs) descritas en la Ley 1508 de 2012, con el fin de que sean admisibles las inversiones en Fondos de Capital Privado (FCP) que inviertan en activos, participaciones y títulos cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea el inversionista institucional, las filiales o subsidiarias de la misma matriz o las filiales o subsidiarias de ésta. De igual manera, se ajustó el referente de calificación utilizado para dar admisibilidad a los activos de emisores locales que han sido colocados en los mercados internacionales.

2. RETOS REGULATORIOS.

En esta sección se analizan los principales retos regulatorios identificados: identificación de activos alternativos, inclusión de activos restringidos y otros ajustes al régimen de inversiones. Se revisa la experiencia internacional y el estado actual de la regulación con respecto a estos tres temas.

2.1 Activos alternativos.

Los activos alternativos son aquellos instrumentos que por sus características muestran condiciones de rentabilidad, liquidez y calificación diferentes a las inversiones que tradicionalmente (bonos, acciones, depósitos a término) son objeto de inversión por parte de los administradores de recursos pensionales. Las inversiones alternativas se caracterizan por contar con ciertas propiedades que las distinguen de las inversiones tradicionales, tales como: el uso de apalancamiento, la menor liquidez, la ausencia de un punto de referencia (*benchmark*), la dificultad de los procedimientos de valoración, la falta de información pública sobre las características del producto y la inexperiencia en la inversión sobre estos, entre otros.

La discusión frente a la posibilidad de permitir que los recursos de los afiliados sean invertidos en activos o inversiones alternativas no es reciente. A nivel internacional algunos reguladores y administradores de fondos de pensiones comenzaron a poner sus ojos en activos o inversiones tradicionales, sin perder de vista los principios de seguridad y eficiencia que fundamenta un modelo pensional. Algunos estudios resaltan que la inversión en activos alternativos representa una oportunidad para las sociedades encargadas de administrar recursos pensionales debido a que permiten incrementar la diversificación de los portafolios, administrar de una mejor manera los riesgos de los mercados financieros y obtener mayores beneficios ya que se invierte en activos que cuentan con primas de riesgo altas que se derivan de las características de iliquidez y baja negociación de estos instrumentos (IOPS 2010)¹.

Diferentes estudios muestran el crecimiento significativo que han tenido la inversión en activos alternativos durante los últimos años. Holzter (2015)² muestra que los administradores de recursos pensionales, en una muestra representativa de 7 países, incrementaron durante los últimos 20 años su participación en activos “alternativos” al pasar de 5% en 1995 al 25% del patrimonio administrado a finales de 2014 (gráfico 1a). Por

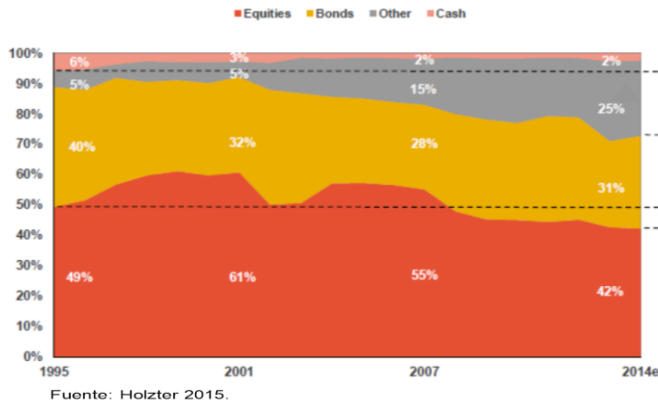
¹ International Organisation of Pension Supervisors. Buenas prácticas en la administración de riesgos de inversiones alternativas por parte de los fondos de pensiones. Julio 2010

² Holzter, Peter. Technical note on investment alternatives for pension funds and long term funds. September 2015.

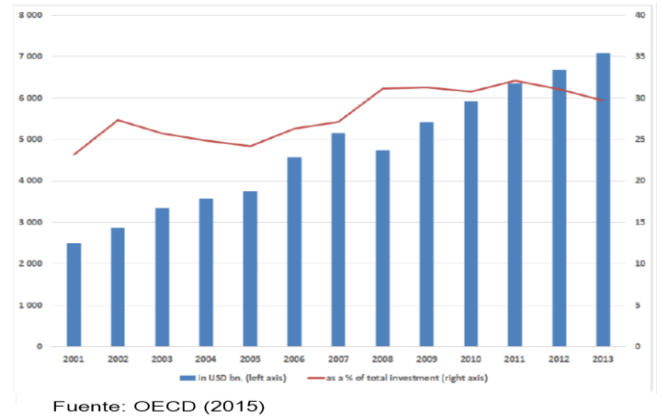
otro lado, la OCDE³ destaca que los fondos de pensiones en los países que hacen parte de esta organización han invertido un valor cercano a USD 7.1 billones en activos administrados, resultado que representa el 30% del total del portafolio (gráfico 1b).

Gráfico 1. Inversión en activos alternativos a nivel mundial

a. Inversión en activos alternativos por parte de fondos de pensiones



b. Inversión en activos alternativos por parte de fondos de pensiones en países de la OCDE

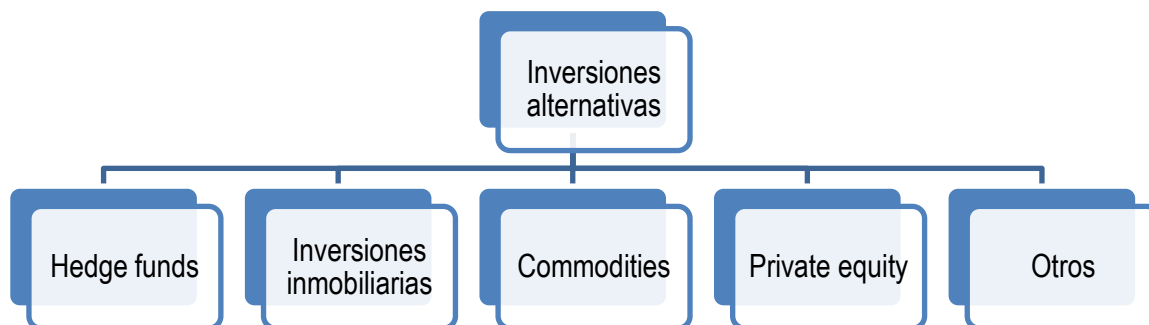


³ OECD (2015) Business and Finance Outlook 2015.

a. Características y clasificación de los activos alternativos

La variedad de activos alternativos que existe en los mercados financieros es extensa, no obstante, estudios realizados por el Banco Mundial, administradores de fondos de inversiones e inversionistas institucionales internacionales ha permitido establecer 5 tipos de categorías (gráfico 2). Si bien, esta clasificación pueden brindar una amplia categorización de los activos alternativos, es importante resaltar que el concepto de “alternativos” es de naturaleza dinámica y evoluciona constantemente, y está estrechamente vinculado al desarrollo de los mercados financieros.

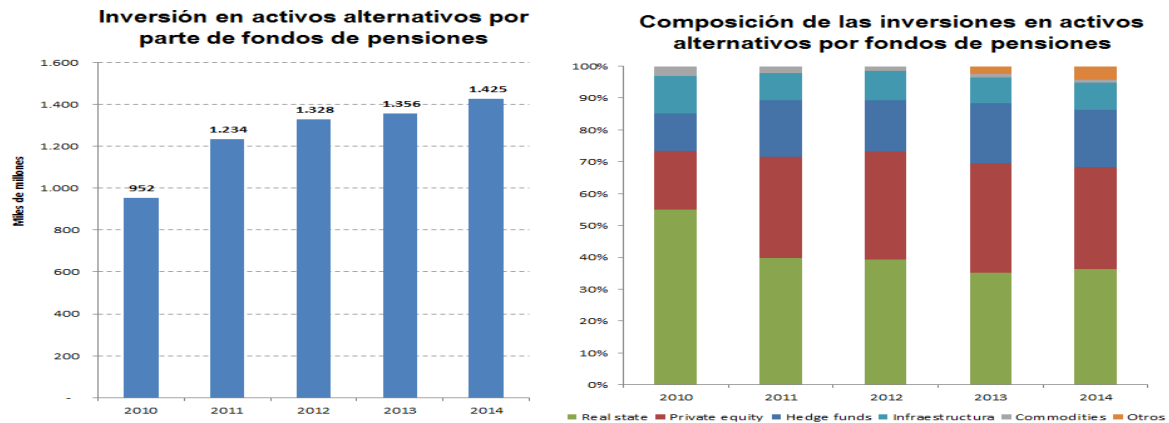
Gráfico 2. Clasificación de activos alternativos



La inversión en los instrumentos señalados anteriormente no es reciente y ha presentado una evolución importante durante los últimos años. En una muestra de 100 administradores de fondos de pensiones internacionales realizada por la firma *Towers Watson (2015)* se observa que la inversión en activos alternativos pasó de USD 950 millones en 2010 a USD 1.4 billones en 2014. El estudio también resalta que para el corte de 2014, el valor invertido en activos alternativos representa cerca del 50% de los activos bajo administración para este tipo de inversionistas⁴. Así mismo, la mayor parte de las inversiones alternativas se ha concentrado durante los últimos 5 años en activos relacionados con bienes inmobiliarios, fondos de capital privado y hedge funds (Gráfico 3).

⁴ Towers y Watson. Global Alternatives Survey 2015. Julio 2015.

Gráfico 3. Inversión en activos alternativos por fondos de pensiones internacionales



Fuente: Towers Watson (2015)

Las cifras resaltan la importancia de estos instrumentos dentro de los fondos de pensiones. Sin embargo, es necesario identificar las características que hacen de este tipo de inversiones activos atractivos para este tipo de entidades. A continuación se presenta una breve descripción de cada uno de los activos alternativos y se muestran sus principales características:

➤ Private equity

El Capital Privado o Private Equity (en adelante CP) es una de las formas más antiguas y difundidas de financiamiento empresarial. El CP consiste en el aporte de capital accionario a empresas que no cotizan en bolsa, con el objetivo de multiplicar su valor y proveer un retorno de mediano y largo plazo a sus accionistas e inversionistas (Colcapital, 2015)⁵. La forma más habitual de inversión se realiza de manera indirecta a través de fondos de capital privado (FCP), el cual es un vehículo administrado por equipos profesionales cuyo objetivo primordial es mejorar la gestión de valor en las empresas o proyectos que han sido objeto de inversión. Los FCP contemplan dentro de su estrategia de negocios la permanencia de su inversión por un período de entre tres (3) y siete (7) años, y en determinados casos aún más.

A nivel internacional estos vehículos se han constituido en una eficiente herramienta de financiación para empresas, así también como una atractiva clase de activos (asset class) de inversión para inversionistas institucionales o de gran poder adquisitivo. Dependiendo de las condiciones de los proyectos a invertir, los recursos de los fondos pueden ser destinados, en la mayor parte de los casos hacia reestructuración operativa, reestructuración financiera, financiamiento puente, compra secundaria o reemplazo de propiedad (cuadro 1).

La industria de FCP cuenta con una serie de principios que permiten asegurar que las inversiones en estos vehículos se realizan con los más altos estándares internacionales en esta materia. La Institutional Limited Partners Association (ILPA)⁶ estableció en 2011 los principios generales sobre los cuales se deben fundamentar las iniciativas de private equity y se constituyen como las mejores prácticas que lideran la constitución de estos vehículos internacionalmente.

⁵ Asociación colombiana de fondos de capital privado. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado. Reporte 2015.

⁶ Institutional Limited Partners Association. Private Equity Principles. Version II. 2011

Cuadro 1. Tipos de operaciones en private equity

Reestructuración operativa
• Capital para financiar cambios operativos • Apoyo al equipo gerencial para fortalecer capacidad operativa de la compañía
Reestructuración financiera
• Inyecciones de capital para modificar la estructura financiera de las compañías
Financiamiento puente
• Financiación de corto plazo • Implementación de mejoras para incentivar la llegada de la compañía a listarse en los mercados bursátiles tradicionales
Compra secundaria y reemplazo de propiedad
• Adquisición de acciones en poder de otro FCP • Adquisición de acciones en poder de grupos de intereses (familias, fondos, bancas de inversión)

Fuente: Private Equity as an innovative instrument for financing entrepreneurship in Colombia. CESA 2008.

En este sentido, ILPA establece tres principios rectores que deben ser cumplidos por los administradores o gestores de los FCP:

- **Alineación de intereses:** Este principio busca que los administradores o gestores de los vehículos establezcan las reglas de juego y de acción bajo las cuales desarrollaran su negocio. En este sentido, se deberá definir el tipo de modelo de negocio que piensan desarrollar, definir los costos y tarifas derivadas de la administración, la duración de la estrategia o del modelo del negocio, entre otras.
- **Gobernanza:** La característica de largo plazo de estas inversiones genera la necesidad de contar con una estructura de gobierno que sea resistente en el tiempo y capaz de adaptarse a cambios en las condiciones del mercado. En este sentido, se debe contar con políticas que definan la política de inversión, las cualidades y características que deben acreditar los gestores o administradores, velar por el cumplimiento de los deberes fiduciarios que aplican para este tipo de negocios y determinar el tipo de responsabilidades que deben asumir los inversionistas de este vehículo.
- **Transparencia:** Los administradores de los estos vehículos deben estar en la capacidad de proporcionar la información que consideren de mayor relevancia hacia sus inversionistas. En este sentido, se debe asegurar que es posible conocer sobre la gestión del administrador, los resultados de la estrategia de inversión, los riesgos inherentes al vehículo, las características operacionales de los negocios u empresas objeto de inversión, las condiciones bajo las cuales se realizan los llamados a capital de los inversionistas y las políticas de valoración que permiten conocer el valor real de la inversión.

➤ Inversiones inmobiliarias

Las inversiones inmobiliarias cubren una amplia variedad de segmentos que incluyen propiedades residenciales, comerciales, industriales y públicas. En los mercados de capitales estos activos podrían dividirse en cuatro segmentos diferentes: capital privado (inversiones directas en bienes raíces), capital social (real estate investment trusts (REITs)), deuda privada (préstamos hipotecarios) y deuda pública (collateralized debt obligation CDO).

La DOCHEV ⁷ y la SEC (2011)⁸ establecen que la forma más común de inversión y que atrae a un mayor número de inversionistas de diferentes perfiles de riesgo son los REITs. Las principales características de estos vehículos son las siguientes:

- Son fondos de inversión colectiva cerrados
- Es común que en los mercados financieros existan dos tipos de REITs; listados o no listados.
- Los REITs no acostumbran a involucrarse en las prácticas administrativas o financieras de los proyectos en lo que invierten como sucede con los FCP.
- Algunos REITs se encuentran registrados en mercados estandarizados de valores, lo cual facilita su supervisión y garantiza altos estándares de seguridad para los inversionistas.
- El horizonte de inversión de bienes raíces es generalmente más largo que otras clases de activos.
- Son considerados como buenas alternativas de diversificación debido a su baja correlación con los activos de los mercados financieros.

Los REITs se ofrecen como una alternativa para incluir propiedades inmobiliarias en los portafolios de diferentes tipos de inversionistas. Sin embargo, invertir en este tipo de instrumentos puede conllevar asumir una serie de riesgos que deben contar con políticas y procedimientos especiales para su administración. La Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) advierte a los inversionistas de este tipo de instrumentos sobre los siguientes factores:

- **Liquidez:** Por su naturaleza y las características de los subyacentes de este tipo de inversiones, la iliquidez es una condición habitual de estos instrumentos. La ausencia de referencias (benchmarks) o de precios de mercados puede dificultar la valoración o la liquidación de las participaciones en este tipo de instrumentos, antes de la fecha de vencimiento del vehículo. Por lo tanto, la estrategia de inversión en este tipo de activos debe contemplarse en un horizonte de largo plazo.
- **Valoración participaciones:** Los REITs que se encuentran registrados en mercados estandarizados cuentan con políticas de valoración y mecanismos de divulgación de información que garantizan que se conozcan los precios de estos vehículos. Sin embargo, para aquellos que no están registrados ante las autoridades es posible que no se cuenten con políticas transparentes de divulgación de información y mucho menos con prácticas aceptadas de valoración.
- **Conflictos de interés:** Los REITs no listados pueden no contar con políticas y procedimientos que administren adecuadamente los conflictos que puedan existir entre los administradores y los inversionistas del vehículo. Situaciones como la de contar con gestores que no necesariamente se encuentren vinculados a las empresas autorizadas para ofrecer estos productos o gestores que externalicen funciones propias de la administración del vehículo, deben ser conocidas por parte de los inversionistas e identificadas dentro de las políticas de administración de los conflictos de interés.
- **Compromisos y tarifas de entrada:** La inversión inicial en algunos REITs no implica la adquisición de una determinada participación sobre el vehículo. En muchas ocasiones el aporte inicial que realizan los inversionistas no es neto de las tarifas que cobran los administradores o asesores por los servicios de administración o comercialización del producto. En este sentido, los inversionistas deben tener en cuenta este tipo de costos debido a que puede implicar una disminución considerable del capital invertido.

⁷ DOCHEV, Kalcho. The role of alternative investment assets in the institutional portfolio. Universitet Van Amsterdam. July 2011

⁸ U.S. Securities and Exchanges Commission. Office of Investor Education and Advocacy. Investor Bulletin: Real Estate Investment Trusts (REITs). December 2011.

➤ **Commodities**

Las materias primas o commodities comprenden una amplia variedad de productos como la energía, la agricultura, la ganadería, la industria y los metales preciosos. Básicamente, las materias primas podrían ser clasificados como activos consumibles o transformables (Dochev, 2011). Por ejemplo, los productos básicos como el maíz y el trigo se categorizan dentro del grupo de consumo, mientras que el petróleo crudo es tratado como una mercancía transformable, que se puede convertir en gasolina.

La exposición a las materias primas depende del tipo de inversión que se realice sobre este tipo de activos, y comúnmente este tema se realiza a través de cuatro mecanismos. El primero es la adquisición directa de la materia prima, sin embargo, este tipo de inversión implica que el inversionista debe incurrir en los costos de transporte y almacenamiento del producto. La segunda es la inversión en acciones de compañías o fondos de inversión (Exchange trade funds (ETF) y/o fondos de inversión colectiva) que inviertan, produzcan o negocien materias primas. La tercera opción es la inversión a través de contratos a futuro sobre commodities. Esta alternativa permite que la entrega de estos productos sea *non delivery*, lo que implica la entrega no física de los productos. Así mismo, este tipo de inversiones se negocian en mercados estandarizados y cuentan con características de liquidez similares a las de un producto derivado estándar. Finalmente, existen productos conocidos como “commodity-linked notes” que son instrumentos de deuda cuya maduración depende de la duración de un contrato futuro sobre una materia prima.

➤ **Hedge funds**

En la literatura existen múltiples definiciones para los “hedge funds” o fondos de cobertura, en principio la palabra cobertura implicaría cualquier estrategia de inversión que tiene como objetivo proteger la inversión de los movimientos de precios adversos y riesgos excesivos. Por lo tanto, “un fondo de cobertura” sería considerado como un vehículo de inversión que pretende reducir todas las fuentes de riesgo que puedan impactar un portafolio mediante la adopción de posiciones de inversión que compensen todas las fuentes existentes de riesgo⁹.

Los hedge funds se diferencian del resto de fondos de inversión por las siguientes razones. En primer lugar, son estructuras de inversión privadas orientadas principalmente a “inversionistas profesionales o institucionales”. Esto les permite contar con unos controles regulatorios más flexibles que les permite asumir mayores riesgos a cambio de mejores rentabilidades. En segundo lugar, los gestores de fondos de cobertura cuentan con una amplia gama de técnicas de inversión. En otras palabras, este tipo de fondos pueden tomar posiciones cortas y hacer uso del apalancamiento en sus portafolios para alcanzar mayores beneficios, prácticas que no son tan comunes en los fondos de inversión tradicionales. Finalmente, buscan invertir sus recursos en sectores específicos del mercado o de la economía en busca de opciones de arbitraje.

Un aspecto fundamental de los fondos de cobertura radica en que su clasificación no depende del tipo de activos que lo conforman sino del tipo de estrategia que utilice para invertir sus recursos. Las siguientes estrategias son las más utilizadas:

⁹ DOCHEV, Kalcho. The role of alternative investment assets in the institutional portfolio. Universitet Van Amsterdam. July 2011

Gráfico 3. Principales estrategias de los fondos de cobertura



Fuente: Dochev, 2011

La importancia que han tenido estos instrumentos como vehículos de inversión a nivel internacional ha generado que diferentes autoridades internacionales expidan criterios o especificaciones que deben acreditar estos vehículos con el fin de controlar sus riesgos y proteger los intereses de los inversionistas. En este sentido, IOSCO ha diseñado diferentes criterios que buscan estandarizar la información y los procedimientos que como mínimo deben certificar estos vehículos ante las autoridades financieras y los deberes que estos vehículos tienen con sus inversionistas.

En el primer caso, IOSCO propuso en el 2009¹⁰ los principios generales para la regulación de los fondos y los administradores de hedge fund, como una herramienta para crear algunos estándares que sirvieran para la supervisión y adecuada vigilancia de este tipo de vehículos. Los principios se resumen a continuación:

1. Los fondos de cobertura y/o sus administradores/asesores deben estar registrados ante una autoridad financiera reconocida.
2. Los administradores /asesores de los hedge funds que estén en la obligación de registrarse ante una autoridad competente deben estar en la capacidad de velar por el cumplimiento de los siguientes requerimientos regulatorios:
 - a. Administración de conflictos de interés y otras reglas de conducta.
 - b. Divulgación de información a sus inversionistas y autoridades.
 - c. Estándares operativos y de gobierno.
3. Los brókeres o bancos que otorguen algún tipo de fondeo a los hedge funds deben estar registrados ante una autoridad reconocida e informar sobre las características de las operaciones.
4. Los hedge fund y sus administradores /asesores deben estar en la capacidad de revelar todo tipo de información que pueda tener relevancia para el regulador y que pueda afectar la gestión del riesgo sistémico por parte de las autoridades.

¹⁰ IOSCO. Hedge Funds Oversight, Final Report, June 2009.

5. Los reguladores deben promover, desarrollar e implementar buenas prácticas para este tipo de vehículos, las cuales se adapten a las necesidades del mercado y no afecten a la industria de los hedge funds.
6. Las autoridades deben estar en la capacidad de cooperar y compartir información con otros organismos internacionales, con el fin de facilitar la supervisión global de estos vehículos y ayudar a identificar los posibles factores de riesgos inherentes a esta industria.

En el segundo caso, IOSCO propone aquellos requisitos mínimos que un hedge fund debe acreditar para con sus inversionistas. Estos se resumen a continuación:

1. Estrategia del fondo y reporte de riesgos: Como se mencionó anteriormente, ese tipo de fondos utilizan un amplio rango de estrategias, muchas de las cuales no son ampliamente conocidas por sus inversionistas. Por ellos, los inversionistas deben pedirle a los administradores que divulguen todos los riesgos y los posibles resultados de la estrategia que desarrolle el fondo.
2. Desempeño del fondo y resultados financieros: La ausencia de benchmarks o índices que repliquen la tendencia de un hedge fund dificulta la obtención de información histórica que muestre el desempeño de la estrategia del fondo. Para solucionar estos problemas, los administradores de los fondos deben poner a disposición de sus inversionistas todo tipo de información que permita conocer o identificar el desempeño del fondo.
3. Tarifas y costos: Los hedge funds generalmente cuentan con diferentes tarifas que involucran los costos relacionados con la administración, desempeño o gestión de los fondos. En este sentido, estos vehículos deben estar en la posibilidad de informar y discriminar todos los costos que deben asumir los inversionistas.
4. Liquidación o retiro de recursos: Muchos fondos establecen restricciones o condiciones para el retiro de los recursos de los inversionistas. Por lo tanto, los administradores de estos vehículos deben informar a los inversionistas las situaciones en la cuales podrán acceder a sus recursos o el tiempo que demorará su redención.
5. Valoración: Una alta proporción de los activos que son objeto de inversión por las estrategias que utilizan estos vehículos son ilíquidos o poco tranzados en los mercados financieros. Por lo tanto, el fondo debe informar los procedimientos de valoración y los riesgos que implica invertir en estos activos.
6. Servicios tercerizados: Es común que los hedge funds externalicen una amplia variedad de los servicios que ofrecen (custodia, información o valoración) y que los costos de estos servicios sean transferidos a los inversionistas en una determinada proporción. Por lo tanto, es importante que el fondo informe de su estructura de costos, con el fin evitar posibles incrementos inesperados en las tarifas asumidas por los inversionistas.

b. Buenas prácticas internacionales para la gestión e inversión de activos alternativos.

IOPS (International Organisation of Pension Supervisors)¹¹ estableció una serie de principios que deberán poner a consideración aquellas autoridades que pretenden permitir a los administradores de recursos pensionales invertir en activos alternativos. IOPS destaca que invertir en activos alternativos puede proporcionar la oportunidad de manejar mejor o disminuir el riesgo general de la cartera mediante una apropiada diversificación de los activos, y permitir que los fondos de pensiones se beneficien, como inversionistas de largo plazo, de la prima de liquidez que puede venir asociada a instrumentos de menor

¹¹ International Organisation of Pension Supervisors. Buenas prácticas en la administración de riesgos de inversiones alternativas por parte de los fondos de pensiones. Julio 2010.

liquidez. Sin embargo, estas inversiones requieren un cuidadoso escrutinio y análisis, y en muchos casos, una revisión y monitoreo más riguroso que la mayoría de los productos tradicionales – particularmente cuando están involucrados inversionistas potencialmente vulnerables, como los afiliados a los fondos de pensiones.

A pesar de las recomendaciones o incentivos que desde la regulación se generen para permitir la inversión en este tipo de activos, IOPS enfatiza que los fondos de pensiones tienen la responsabilidad de desarrollar sus propias políticas de inversiones alternativas de manera responsable. A continuación se resumen los principales principios:

1. Los fondos de pensiones deben actuar con debida diligencia al evaluar a las inversiones alternativas para asegurar que consideren apropiadamente las características específicas de riesgo y rendimiento de estas inversiones.
2. La inversión de un fondo de pensiones en activos alternativos debe calzar con la estrategia general del fondo de pensiones, considerando apropiadamente el perfil de riesgo global del fondo de pensiones, incluyendo la relación entre las inversiones alternativas por un lado y la cartera total de inversiones y la naturaleza y tamaño de las obligaciones por otro.
3. Los fondos de pensiones deben verificar a intervalos regulares que la diversificación entre estrategias de inversión sea adecuada y que se eviten concentraciones indeseables en la cartera.
4. Los fondos de pensiones que decidan realizar inversiones alternativas debe tener una clara comprensión de las características de riesgo de las inversiones alternativas que realizarán y que esta comprensión sea apoyada por análisis a intervalos regulares de los perfiles de riesgo de las estrategias de inversión y las capacidades de los administradores de los fondos en que un fondo de pensiones ha invertido o pretende invertir. Este análisis debe estar basado en información oportuna y suficiente sobre los fondos y sus administradores, para que se pueda realizar una evaluación independiente.
5. Las autoridades de supervisión prestan especial atención a la información que los fondos de pensiones obtienen sobre las inversiones subyacentes a (fondos de) fondos. Los informes proporcionados por los (fondos de) fondos deben utilizar orientaciones de valoración apropiados, ser presentadas dentro del plazo, y deben contar con suficiente aseguramiento de calidad.
6. Las autoridades de supervisión esperan que cualquier evaluación de fondos de fondos incluya un juicio sobre la calidad de la gestión de riesgo realizada por la administradora del fondo de fondos y las normas y criterios de conducta observados.
7. Las autoridades de supervisión esperan que las inversiones alternativas de un fondo de pensiones estén basadas en términos de contrato adecuados. En sentido amplio, estos términos deben declarar una limitación de riesgos sin ambigüedades para limitar las potenciales pérdidas financieras, las medidas que se deben tomar en caso de traspasar los umbrales, la información adecuada, una descripción clara de períodos de prohibición de ventas, y condiciones y tarifas explícitas de cancelación y finalización general. El cumplimiento de los términos del contrato debe ser monitoreado de manera regular y sistemática por los fondos de pensiones.
8. Los fondos de pensiones deben ser transparentes en su comunicación con los actores clave sobre sus políticas respecto a las inversiones alternativas y los objetivos que busca lograr en este sentido.
9. En el caso que los fondos de pensiones decidan externalizar algunos de sus servicios se espera que sigan siendo responsables de, y por lo tanto asegure, una adecuada gestión de riesgo para las inversiones alternativas.

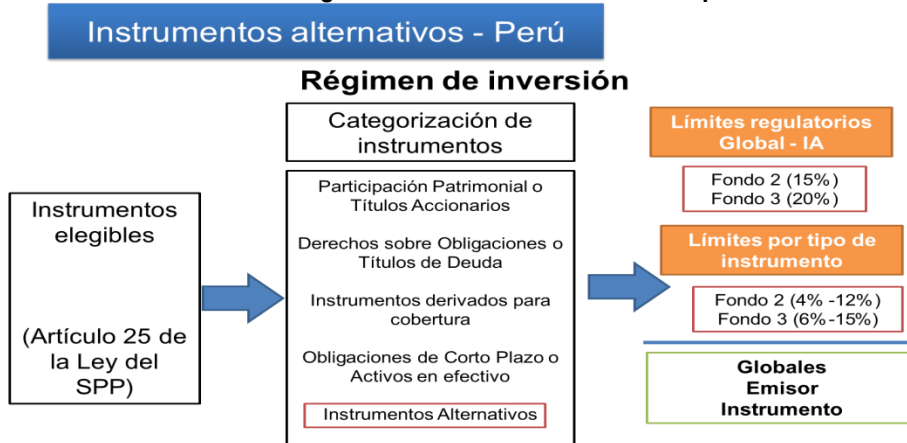
IOPS es consciente de los riesgos que podría enfrentar los administradores de recursos pensionales al invertir en activos con características de riesgo-rentabilidad muy diferentes a las tradicionales, no obstante considera que la respuesta de las autoridades no debe ser excluir este tipo de activos de la estrategia de inversión de

los fondos, sino procurar que se cuenten con los suficientes controles y mecanismos que permitan identificar la naturaleza de los riesgos que surgen de estas inversiones para maximizar los beneficios de los afiliados al sistema pensional.

c. La experiencia peruana en el manejo de Inversiones alternativas

La autoridades peruanas realizaron recientemente un cambio en el régimen de inversión al incluir a los activos alternativos dentro de la lista de inversiones admisibles por parte de los fondos de pensiones (Resolución SBS N° 2333 -2015). En términos generales la reforma creó una nueva categoría de activos alternativos y definió que los únicos portafolios que podrían invertir sus recursos serían los fondos tipo 2 y 3. En particular, el fondo 2 podrá tener una exposición en activos alternativos hasta un 15%, mientras que el fondo 3 podría hacerlo hasta un 20% (gráfico 4).

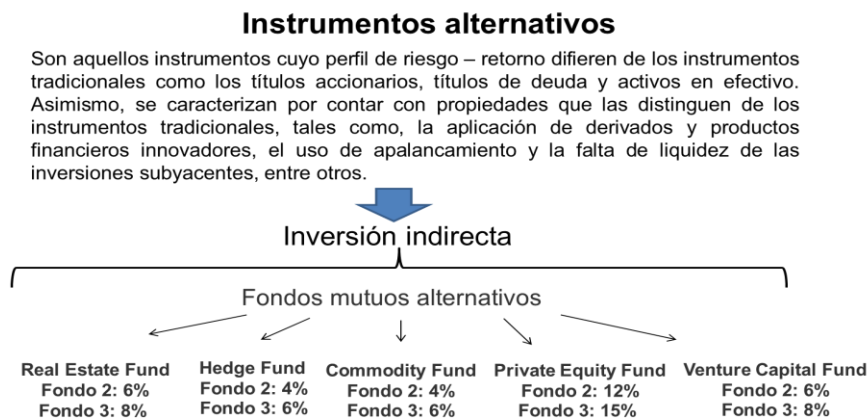
Gráfico 4. Estructura del régimen de inversión de fondos de pensiones en Perú



Fuente: Superintendencia de banca, seguros y AFP de Perú

La normatividad definió el concepto de inversiones alternativas y estableció que la inversión se realizaría únicamente a través de vehículos o fondos. Así mismo, determinó que la inversión en activos alternativos solo se podría realizar a través de activos relacionados con real state, hedge funds, commodity funds, private y venture capital, los cuales tendrán que cumplir unos límites específicos dependiente del tipo de instrumento (gráfico 5).

Gráfico 5. Instrumentos alternativos en Perú



Fuente: Superintendencia de banca, seguros y AFP de Perú

Dentro de los aspectos que toman mayor relevancia en la reforma peruana se encuentran los requisitos mínimos que deben ser acreditados por parte de las sociedades administradoras o gestoras, así como por los vehículos, con el fin de ser objeto de inversión por parte de los fondos de pensiones (tabla 1). En el caso de los administradores, se destaca que estos deben cumplir requisitos relacionados con experiencia, calidad en el reporte de información y de capacidad de gestión, éste último se acreditará mediante los activos bajo administración. Por su parte, los vehículos deberán estar en la obligación de demostrar que cuentan con políticas adecuadas de inversión, herramientas de valoración verificables, canales transparentes y adecuados de información, así como metodologías de administración de riesgos propias del instrumento.

Tabla 1. Requisitos para vehículos de inversión en Perú.

Criterio / País	Fondos Mutuos	Fondos alternativos	Hedge funds	Venture Capital, private equity y real state
Normatividad aplicable	Resolución SBS N° 3233-2015			
Calificación de riesgo del fondo	Sociedad administradora y fondo: Los títulos de deuda del estado donde se encuentra registrada la sociedad deberán contar con una calificación internacional no menor a "BBB-". Fondo: Los estados financieros del fondo deben ser auditados anualmente por empresas reconocidas y que tengan operaciones en 10 países cuyos títulos de deuda de largo plazo tengan una calificación de riesgo mínima de "A".			
Registro autoridades	Si			
Tamaño y experiencia del fondo	Fondo: Al menos USD 50 millones bajo administración. Sociedad administradora, su matriz o el grupo al que pertenece: Al menos US\$ 500 millones en activos administrados y un mínimo de cinco años de operación.			
Características del fondo y mecanismo de divulgación	La valoración se realice de forma diaria respetando los principios y estándares internacionales El fondo deberá contar con límite de diversificación, emisores y contrapartes. El fondo debe contar con procedimientos y políticas de gestión de riesgos, conflictos de interés, control interno y otras que establecen las autoridades.			
Requisitos especiales	Los índices de referencia para la valoración deben ser elaborados por sociedades independientes al fondo o la sociedad administradora. No se permite la inversión en aquellos vehículos que se denominen alternativos por la regulación peruana. Las operaciones OTC que realice el fondo deberán seguir los principios generales aprobados por la Asociación Internacional de Agentes de Swaps (ISDA) u otros autorizados por las	El fondo debe elaborar documentación relacionada al estado de las inversiones (detalle de las inversiones realizadas), el cual debe ser remitido a los inversionistas y a la Superintendencia de manera periódica. La AFP solo pueden recibir de los fondos distribuciones en efectivo o instrumentos de inversión elegibles, durante su vida como al momento de su liquidación	El proceso de valorización debe ser efectuado por una entidad independiente al gestor del fondo o por un comité de valorización del fondo, conformado mayoritariamente por personal independiente al gestor del fondo, la sociedad administradora o cualquiera involucrado al proceso de inversión. Deben contar con políticas respecto a la inversión por cuenta propia del personal vinculado a la sociedad administradora Contar con cláusulas de cobro de comisiones de éxito o desempeño, de tal manera que se garantice que no exista	El periodo de inversión y desinversión del fondo deben estar claramente definidos. Durante el periodo de desinversión no se realizan nuevas inversiones a excepción de aquellas que hayan sido aprobadas en el periodo de inversión. La sociedad administradora no puede iniciar y administrar un nuevo fondo con objetivos de inversión sustancialmente idénticos antes de finalizado el periodo de inversión o cuando no se encuentre invertido al menos el setenta por ciento (70%) del capital comprometido del fondo que actualmente administran. La sociedad administradora, para una determinada estrategia de inversión, debe invertir en efectivo al menos el 1% del capital comprometido

	autoridades peruanas.		compensación duplicada por rentabilidades anteriormente alcanzadas	del fondo; o en su defecto ofrecer un esquema de compromiso que represente al menos dicho porcentaje y garantice un permanente alineamiento de intereses con los partícipes.
--	-----------------------	--	--	--

Fuente: SBS

2.2 Inversiones restringidas

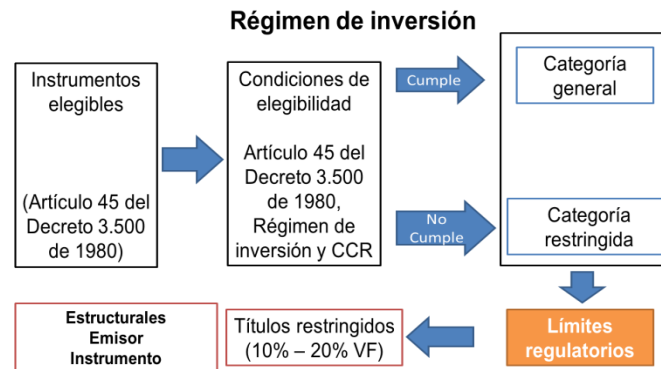
La discusión internacional se ha centrado en permitir a los fondos de pensiones, ampliar su portafolio de inversión en activos que tradicionalmente no son objeto de inversión. En este abanico de oportunidades ha llamado la atención la aparición de una nueva categoría conocida como restringida. Las inversiones restringidas se definen como aquella variedad de activos que no son admisibles en el régimen vigente. Para la aplicación de este concepto al caso colombiano acotaremos este conjunto a las inversiones que no son admisibles de acuerdo con el régimen vigente, pero cuentan con características mínimas de seguridad similares a las que se observan en otros activos tradicionales. Permitir a los administradores de recursos pensionales invertir en este tipo de activos facilita la capacidad de diversificación de los portafolios. La experiencia internacional en países con regímenes de inversión regulados como Chile y Perú, muestra la incorporación de las inversiones restringidas en los FPO. En forma diferente, pero con una filosofía similar, en ambos países se permitió la inversión en activos no admisibles, limitando su participación a una fracción reducida del fondo que evite una excesiva toma de riesgos. Así mismo, permite un rol más activo por parte de las sociedades administradoras, debido a que se les otorga la posibilidad de definir algunos criterios o los activos que componen esta categoría dado el profesionalismo y conocimiento adquirido por la gestión de los riesgos de las inversiones que sustentan el ahorro pensional. La inclusión de activos restringidos reconoce la experiencia y profesionalismo de las AFP en la gestión de los FPO.

Recientemente, las autoridades peruanas¹² establecieron un límite de inversión bajo la autonomía de las administradoras que consiste en adquirir instrumentos que cumplan con los requisitos y condiciones de las políticas de inversión de la AFP equivalente al 1% del valor para cada tipo de fondo (fondos 1, 2 y 3). La norma establece que no es posible la inversión directa en productos derivados para efectos de este límite. Por tanto, en este caso sólo se restringe el universo de activos restringidos a aquellos que cumplan con las políticas de inversión del FPO y se limita su participación al 1% del valor del fondo.

La experiencia de Chile en el manejo de inversiones restringidas es la más representativa en la región. La normativa estableció que los instrumentos que pertenecen a esta categoría son aquellos que no cumplen o dejaron de cumplir con los requisitos de calificación de riesgos, de reconocimiento por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) y de inscripción ante las autoridades locales e internacionales, entre otras. En este sentido, se permitió a los portafolios con mayor exposición al riesgo (A, B, C y D) invertir entre el 10% y el 20% del valor del fondo para este tipo de activos (gráfico 6).

¹² Resolución 3233-2015. Artículo 75-D. Límites de inversión bajo la autonomía de la política de inversiones de la AFP.

Gráfico 6. Instrumentos restringidos en Chile



Fuente: Superintendencia de pensiones de Chile

Los criterios que categorizan a las inversiones restringidas son los siguientes:

- En el caso de instrumentos de deuda, clasificados en categoría BB, B y nivel N-4 de riesgo, que cuenten con sólo una clasificación de riesgo efectuada por una clasificadora privada, la cual en todo caso deberá ser igual o superior a las categorías antes señaladas, o que cuyas clasificaciones hayan sido rechazadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo
- En el caso de instrumentos de deuda que tengan clasificación inferiores a B y nivel N-4 y que no cuenten con clasificación de riesgo expedida por una calificadora privada e independiente.
- Cuotas de fondos de inversión o de fondos mutuos no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.
- Acciones de baja liquidez.
- Acciones, cuotas de fondos de inversión y cuotas de fondos mutuos no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo

Un aspecto que cobra una mayor relevancia en el caso chileno es el papel que ha tenido la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), que es una entidad que cuenta con personalidad jurídica y un patrimonio propio formado mediante los aportes de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a prorrata del valor de los fondos de pensiones administrados por cada una de ellas. Está conformada por un representante de las Superintendencias de: Pensiones, la de Bancos e Instituciones Financieras y la de Valores y Seguros, así como, por cuatro representantes nombrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones. Sus principales funciones pueden sintetizarse así:

- Aprobar o rechazar las cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales; los instrumentos representativos de capital extranjero y, a solicitud de la Superintendencia de Pensiones, otros instrumentos de oferta pública autorizados por esta última.
- Aprobar o rechazar las contrapartes para los efectos de las operaciones con instrumentos derivados.
- Rechazar las clasificaciones riesgo de los instrumentos de deuda nacional cuyas dos clasificaciones de mayor riesgo sean iguales o superiores a la Categoría BBB o al Nivel 3.
- Establecer los procedimientos específicos de aprobación de cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales; de los instrumentos representativos de capital extranjero; de los otros instrumentos de oferta pública autorizados por la Superintendencia de Pensiones; y de las entidades contrapartes de operaciones con instrumentos derivados.

- Establecer las equivalencias entre las clasificaciones de los títulos de deuda extranjeros, realizadas por organismos clasificadores internacionalmente validados por el Banco Central de Chile, y las categorías de riesgo.
- Fijar los procedimientos específicos de aprobación de los instrumentos extranjeros representativos de capital que se transen en los mercados formales nacionales.

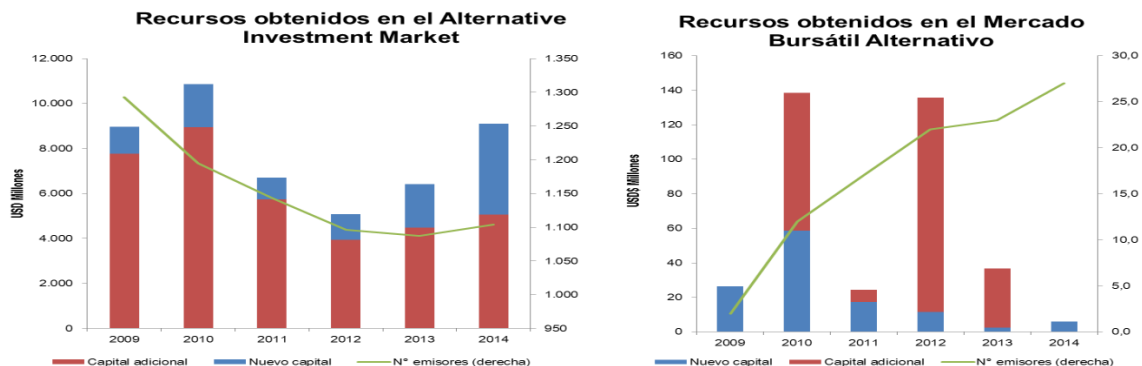
A continuación se muestran las características y condiciones de inversiones que consideramos pueden ser clasificadas como activos restringidos para el caso colombiano:

2.2.1 Segundo mercado

El Segundo Mercado fue creado para facilitar el acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales, a través del establecimiento de requisitos más flexibles para su vinculación que los necesarios para participar en el mercado principal. Lo anterior teniendo en cuenta que este tipo de empresas, por su reducido tamaño, no cumplen con los requisitos mínimos necesarios para participar en el mercado principal como: valor patrimonial, calificación de riesgo, estándares de información, montos mínimos de emisión, entre otros¹³. Este tipo de condiciones genera que el público más idóneo para invertir en estos instrumentos sean los inversionistas institucionales, especialmente por su experiencia y su capacidad para gestionar riesgos que podrían presentarse en este mercado.

A nivel internacional, se han desarrollado estrategias para favorecer la entrada de diversos emisores al mercado de valores. Se destaca el Alternative Investment Market (AIM) en Reino Unido y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en España. Ambas iniciativas pueden considerarse como el punto de partida para que muchas compañías pequeñas puedan acudir a los mercados de capitales por primera vez o financiar sus procesos de expansión. En el gráfico 7 se muestran los recursos obtenidos por ambas iniciativas desde el año 2009 y se destaca el caso de AIM el cual podría ser el de mayor de éxito debido a que ha logrado que se obtengan recursos al cierre de 2014 por USD 9.000 millones y se incorporen cerca de 1.109 emisores. Por su parte, MAB ha obtenido recursos por un valor de USD 367 millones desde 2009 y ha logrado 27 compañías hagan parte de la iniciativa (gráfico 7).

Gráfico 7. Financiación obtenida en el segundo mercado internacional

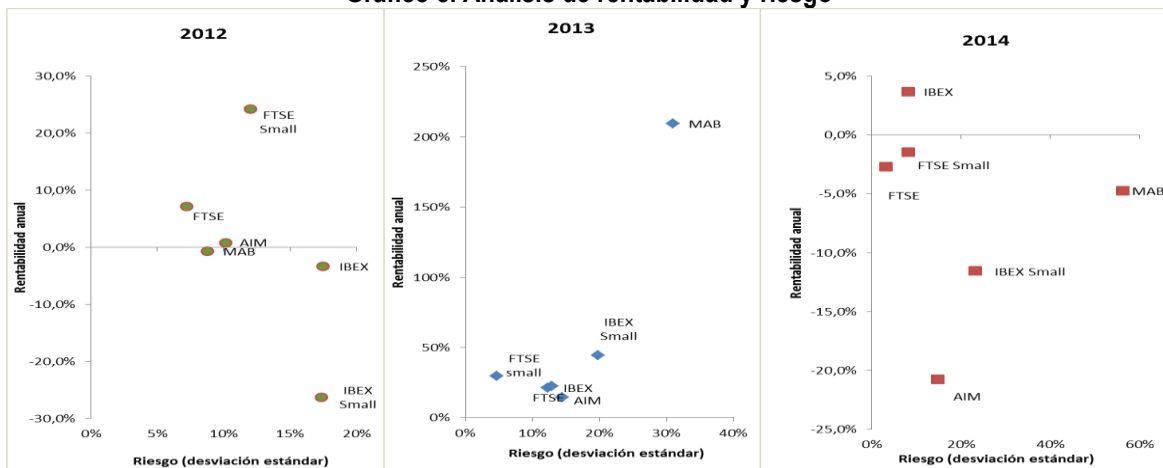


Fuente: Alternative investment market y Mercado bursátil alternativo. Cálculos: URF.

¹³ Remolina, Lina y Alba, Patricia. Segundo mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas.

En términos de rentabilidad, se realizó una comparación de los retornos obtenidos por los instrumentos que hacen parte del segundo mercados en España e Inglaterra (MAB y AIM, respectivamente) respecto a otros indicadores bursátiles, con el analizar los resultados en materia de rentabilidad y riesgos que arrojan las inversiones de estos mercados (gráfico 8). En el caso de los mercados españoles se compararon los resultados obtenidos por los índices MAB, IBEX y el Small IBEX durante tres años. La relación riesgo - rentabilidad en el índice MAB arrojó mejores resultados durante 2012 y 2013 respecto al IBEX y el Small IBEX, especialmente durante el 2013 donde la rentabilidad anual de éste alcanzó el 209%. No obstante, en 2014 el IBEX fue el que obtuvo los mejores resultados en materia de riesgo y de rentabilidad por encima de los otros dos índices. Por su parte, en el Reino Unido se compararon los índices AIM, FSTE y FTSE Small, en estos se observa que para los años 2012 y 2013 la rentabilidad del índice AIM podría decirse que fue la más baja respecto a sus otros pares pero este comportamiento estuvo acompañado por una menor percepción al riesgo para los instrumentos que conforman este índice.

Gráfico 8. Análisis de rentabilidad y riesgo



Fuente: Bloomberg y Mercado bursátil alternativo. Cálculos: URF

En el caso de Colombia, el esfuerzo desarrollado por Gobierno Nacional mediante la expedición del Decreto 1019 de 2014 buscó dar un impulso a la participación de nuevos emisores dentro del mercado de valores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales. No obstante, la falta de utilización del esquema de “Segundo Mercado”, se debe a que las compañías que por este medio quieran participar por primera vez en el mercado de capitales, deben enfrentarse a inconvenientes asociados con asimetrías de información y la falta de confianza por parte de los inversionistas, problemas que se reflejan directamente en el crecimiento y competitividad de las compañías y en consecuencia en el desarrollo del “Segundo Mercado”.

Para mitigar los efectos de estos problemas, la reglamentación del Segundo Mercado estableció algunos requisitos adicionales para que los emisores que recurren a este contaran con los más altos estándares en materia de información y de divulgación hacia sus inversionistas. Dentro de las condiciones adicionales que se establecieron se destacan, entre otros, los siguientes:

- Advertencias en los prospectos de emisión de que los valores o activos del Segundo Mercado sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados.
- La advertencia de que la inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y Emisores ~ RNVE y la autorización para la oferta pública no implican calificación ni responsabilidad alguna por

parte de la Superintendencia Financiera de Colombia acerca de los valores inscritos ni sobre el precio, la bondad, la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión ni sobre la solvencia del emisor.

- La obligación de informar periódicamente a los inversionistas tenedores de los valores, ya sea físicamente o en su página web, información relevante sobre las condiciones de los activos.
- Establecer condiciones de responsabilidad hacia los agentes colocadoras o estructuradores de las emisiones, con el fin de asegurar que la información que se utilice para los activos del Segundo Mercado sea verificable y confiable.

En este sentido, los instrumentos emitidos a través del Segundo Mercado podrían convertirse en una favorable de inversión para los fondos de pensiones. En primer lugar, se destacan los resultados observados en los mercados internacionales que posicionan estos activos como fuentes ideales de diversificación de riesgos y de rentabilidad. En segundo lugar, las reformas adelantadas en el marco regulatorio local¹⁴ les otorgan mayor protección a los inversionistas puesto que los instrumentos emitidos en el segundo mercado deben contar con requisitos más exigentes en materia de divulgación de información financiera y de gobierno para sus emisores. En tercer lugar, la existencia de mayores emisores puede crear una oferta adicional de activos con características de riesgo diferentes a las de los activos tradicionales que mejore la diversificación de los portafolios administrados por las AFP.

2.2.2 Inversión en vehículos con subyacentes de bonos *high yield*

Los bonos *high yield* son instrumentos de deuda con una calificación de riesgo que se encuentra por debajo del grado de inversión. Las principales calificadoras internacionales establecen que un título se categoriza dentro del grupo *high yield* cuando su calificación es igual o inferior a BBB-, según Standard & Poor's, Baa2 por Moody's y BBB- por Fitch. El no grado de inversión implica que exista una alta probabilidad de incumplir con las condiciones bajo las cuales se emitió el instrumento como el no pago de los intereses (cupón) en las fechas pactadas o del valor principal en la fecha de maduración del instrumento.

La principal característica de estos instrumentos radica en que son emitidos por compañías nuevas o con altos potenciales de crecimiento, las cuales por sus condiciones financieras no puede recurrir a los mercados financieros y necesitan recursos para financiar su operación o buscar capital de trabajo para desarrollar nuevos proyectos. Por lo tanto, los emisores deben ofrecer una tasa cupón o de rendimiento más alta y unos plazos de maduración superiores a los 5 años, así como algunos derechos adicionales, que compensen los riesgos y hagan más rentable la decisión de inversión de los compradores.

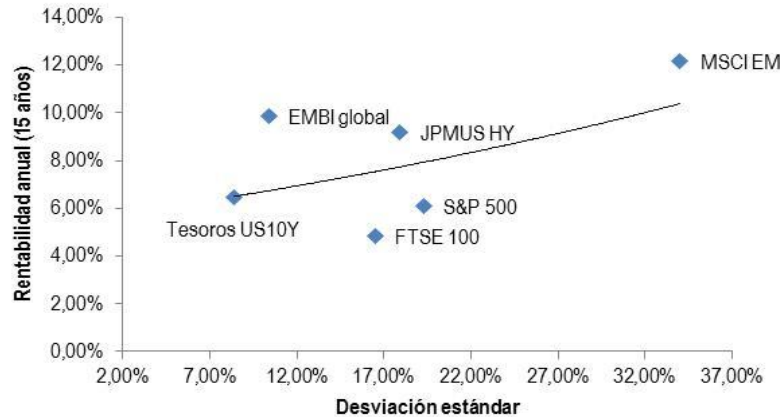
Recientemente el área de investigaciones de JP Morgan¹⁵ publicó un estudio que mostraba el desempeño de un indicador creado por la compañía para medir el desempeño de los bonos *high yield* emitidos en Estados Unidos (JPM US HY). El objetivo del estudio era comprar el desempeño de estos instrumentos respecto a otros índices de referencia para los mercados financieros internacionales como el indicador MSCI de mercados emergentes, el EMBI global, el S&P 500, el FTSE 100 y un índice que agrupa los tesoros del gobierno americano a 10 años. El estudio demostró que durante los últimos 15 años los bonos *high yield* han arrojado una rentabilidad anualizada positiva pero sus riesgos son relativamente altos. Si se compara con

¹⁴ El Plan Nacional de Desarrollo (2014 – 2018) ha establecido dentro de sus lineamientos que la creación de un Segundo Mercado permitirá crear un segmento ágil y eficiente y con menores costos de transacción. Por lo tanto, es fundamental identificar las trabas que aun existan para el desarrollo del segundo mercado y de otro tipo de formas innovadoras de proveer financiación en el mercado de capitales, que puedan ser fondeadas con recursos de inversionistas sofisticados con la capacidad para asumir los riesgos que ellas conlleven

¹⁵ J.P. Morgan. High Yield Market Monitor. North America Credit Research. Octubre 2015

otros indicadores que ofrecen una rentabilidad similar, este tipo de inversión es la que presenta un menor riesgo frente al MSCI en países emergentes (gráfico 9).

Gráfico 9. Análisis de rentabilidad y riesgo instrumentos high yield



Fuente: JPMorgan

La mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversionistas que recurren a estos instrumentos requiere sistemas de administración y gestión especializados que puedan gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a estos activos. En principio, se esperaría que un bono high yield se enfrente a los mismos factores de riesgos a los que se enfrenta un activo tradicional. La Securities and Exchange Commission (SEC) señalan la existencia de algunos riesgos específicos para este tipo de activos que pueden ser fundamentales de analizar por parte de los tenedores o posibles compradores (gráfico 10).

Gráfico 10. Riesgos en los bonos high yield

Riesgo de default: Este riesgo está relacionado con aquellos eventos que impidan a los emisores cumplir con el pago de los intereses pactados o el pago del valor total de la obligación al final del periodo de maduración.

Riesgo económico: Este riesgo se manifiesta cuando en los mercados financieros existe una alta disposición de los inversionistas de salir de sus posiciones riesgos y recurrir a instrumentos de mayor seguridad, como los títulos emitidos por gobiernos.

Riesgo de liquidez: La naturaleza de iliquidez de los bonos high yield genera que estas inversiones no sean fácilmente negociados o valorados. Lo que puede generar que un inversionista difícilmente recupere el valor de su inversión en el corto plazo.

Fuente: Office of Investor Education and Advocacy. Securities and Exchange Commission

Sin embargo, la SEC hace énfasis en algunos controles adicionales que pueden mitigar o disminuir la exposición a los riesgos antes mencionados. En este sentido, señala que los inversionistas pueden exigir unas cláusulas o condiciones especiales que los protejan de algunos eventos que pongan en riesgo su inversión. Los términos más frecuentes son los siguientes:

- **Obligaciones (Covenants):** Los covenants son términos que fijan los inversionistas o tenedores de los bonos para restringir a que la compañía que emite los instrumentos tome decisiones que afecten su capacidad para cumplir con sus obligaciones al momento de pagar los cupones o el principal de la inversión. Los covenants pueden otorgar una protección especial a los inversionistas y otórgales privilegios por encima de otros deudores.
- **Términos de pago:** Algunos bonos high yield cuentan con cláusulas que establecen que los pagos de los intereses o de las obligaciones no se realice únicamente con dinero. En este caso, es posible

que los términos de pago incluyan nuevos bonos, acciones u otro tipo de instrumentos que garanticen el pago de los compromisos adquiridos.

- **Cláusulas de rescate (Call provisions):** Estas cláusulas permiten a los inversionistas protegerse ante eventos de recompra o prepago por parte de los emisores que afecten la rentabilidad esperada del bono. Así mismo, se garantiza que ante la presencia de los eventos antes mencionados los inversionistas puedan recuperar el valor total de su inversión o se garantice el cumplimiento de todos sus derechos como tenedores del bono.
- **Inversión a través de fondos o vehículos colectivos:** Los fondos o los vehículos colectivos de inversión es la forma más común y fácil para acceder a activos categorizados como high yield. Adquirir estos activos mediante estos vehículos permite a los inversionistas encontrar mejores oportunidades de diversificación y facilita los procesos de mitigación de los riesgos de estos instrumentos. Normalmente, las instituciones que realizan este tipo de actividades se encuentran registradas ante las autoridades financieras reconocidas, lo cual facilita la verificación de requisitos de constitución y supervisión, y con equipos especializados que conocen las características especiales de este tipo de instrumentos.

En resumen, las inversiones en bonos high yield representan una alternativa rentable pero riesgosa. Los beneficios de invertir en estos activos están relacionados con los resultados futuros que estos activos generan para sus inversionistas. Sin embargo, es necesario contar con esquemas adecuados de administración de sus riesgos que eviten una sobreexposición que afecte su capacidad para obtener mejores resultados. Por esta razón, la experiencia internacional muestra que para acceder a estos instrumentos por primera vez lo más adecuado es realizarlo a través de vehículos o fondos inversión. Estos instrumentos pueden ofrecer mejores oportunidades de diversificación que podrían ayudar a las AFP a mejorar sus procesos de administración de riesgos y mejorar las oportunidades de los administradores de incrementar las ganancias para los afiliados.

2.2.3 Compromisos a plazo en la inversión en infraestructura 4G

El documento CONPES 3760 del 20 de agosto de 2013 recomendó al Ministerio de Hacienda y Crédito Público contemplar alternativas para la financiación de proyectos de infraestructura pública bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas (APP), así como buscar mecanismos para permitirle a la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) financiar estudios y ofrecer opciones que permitan estructurar y mejoren la viabilidad de los proyectos viales descritos en dicho documento.

Según estimaciones iniciales realizadas por la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), el programa de cuarta generación de concesiones viales (4G), contempla una inversión aproximada de \$47 billones de pesos constantes de 2012 (CAPEX) a ser ejecutada en un periodo de 8 años a partir de su contratación, así como la operación y el mantenimiento de la infraestructura por periodos entre 25 y 30 años. Esta inversión y la operación y mantenimiento de la infraestructura concesionada, serían retribuidas con ingresos por recaudos de peajes y por aportes públicos provenientes del Presupuesto General de la Nación. Para la financiación de dichas inversiones, se estima que los concesionarios aportarán en capital cerca del 25% del valor de las obras, que el 30% provenga del sector bancario y que la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) y los bancos multilaterales aporten otro 15%, es decir que los bancos brinden financiación por aproximadamente \$14 billones de pesos, lo cual facilitaría también la emisión de bonos de infraestructura para inversionistas de largo plazo que se espera cubran la financiación faltante.

Los esfuerzos realizados por el Gobierno Nacional han estado direccionados a crear los suficientes incentivos regulatorios que permitan que los recursos para la financiación de estos proyectos puedan llegar de los

diferentes actores del sistema financiero local. En este sentido, la expedición del Decreto 816 de 2014 permitió lo siguiente:

- Se amplió el cupo individual de endeudamiento de los establecimientos de crédito desde un 10% hasta un 25% del patrimonio técnico, siempre y cuando el exceso corresponda a la financiación de proyectos de infraestructura de cuarta generación de concesiones viales (4G) bajo el esquema de APP descritas en la Ley 1508 de 2012 y en los que la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) haga parte de la respectiva APP.
- Se amplía el límite al cupo individual de endeudamiento de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) de un 10% hasta un 40% del patrimonio técnico, siempre y cuando el exceso corresponda a financiación de proyectos de infraestructura.
- Se crea una categoría específica para la inversión de Fondos de Capital Privado (FCP) nacionales destinados a la financiación de proyectos de infraestructura bajo el esquema de APP descrito en la Ley 1508 de 2012. Esta categoría tendrá un cupo de hasta 5% del Fondo de Pensiones Obligatorias (FPO) moderado, cesantías largo plazo y seguros de vida, y de hasta 7% para el FPO de mayor riesgo.

El cupo habilitado a los FPO les permitirá, a través de los FCP, adquirir deuda emitida por un concesionario constituido para desarrollar estos proyectos de infraestructura, en forma directa o indirecta a través de un patrimonio autónomo o una universalidad. La facultad que les provee la regulación busca que exista un riesgo compartido entre el gestor del FCP y el administrador del portafolio de pensiones para limitar la exposición de este último frente a eventos de quiebra o incumplimiento por parte del constructor.

Los bonos emitidos para financiar infraestructura tienen la misma estructura que cualquier tipo de instrumento de deuda, es decir, cuentan con una maduración definida, una tasa de interés de referencia, una calificación de riesgo reconocida y aseguran el pago de cupones en un periodo de tiempo, por lo que el régimen de inversiones vigente permite la inversión en estos instrumentos. Sin embargo, lo que no es admisible actualmente es contraer compromisos anticipados de inversión en bonos que financien infraestructura o inversión a plazo.

Desde el punto de visto de los financiadores de la etapa de construcción del proyecto, es menos costoso un crédito al proyecto si existe un tercero interesado en financiar la etapa de operación y mantenimiento. Por tanto, la emisión de este tipo de bonos reduce el costo de financiación de la etapa de construcción y debería ser reconocido en mejores condiciones para los tenedores de los bonos comprados a plazo. Para los FPO que adquieran esta inversión a plazo, además de las mejores condiciones ya mencionadas, debido a su naturaleza de largo plazo y a la administración de los riesgos contenida en los contratos 4G, se presenta una inversión deseable por su seguridad (no se financia la etapa de construcción y sólo aplica para los contratos respaldados por la Nación) y poco correlacionada con el resto de activos que conforman el fondo.

En resumen, esta figura permitiría a los FPO convertirse en socios estratégicos de los proyectos de infraestructura que respalda el Gobierno Nacional a través de la FDN, porque desde el inicio del proyecto estos podrían asegurar la financiación de las fases de operación y mantenimiento, por medio de un bono que permita un mejor calce con las características de su pasivo de largo plazo, en mejores condiciones que un bono normal y que diversifique la composición actual del fondo.

2.3 Modificaciones a los requisitos en vehículos de inversión de emisores del exterior, exposición a moneda extranjera descubierta en el fondo conservador y ajuste en la nomenclatura de FICS.

En esta subsección se analizan las disposiciones vigentes con respecto a dos temas: requisitos en vehículos de inversión de emisores del exterior y exposición a moneda extranjera descubierta en el fondo conservador. Por último se explica el ajuste a la nomenclatura de los FICS en el régimen de inversiones.

a. Requisitos de inversión en vehículos de inversión de emisores del exterior

En la actualidad los fondos de pensiones obligatorias deben asegurar que las inversiones que realizan en el exterior, en vehículos de inversión o sociedades administradoras, cumplan con unos requisitos que busquen garantizar que los recursos se invierten bajo unos principios de seguridad y oportunidad. En este sentido, la regulación local establece unas condiciones de admisibilidad para aquellas sociedades y vehículos extranjeros para que puedan administrar recursos provenientes del ahorro pensional. Los requisitos vigentes son los siguientes:

- a) La calificación de la deuda soberana del país donde esté constituida la administradora del fondo y la bolsa o el mercado en el que se transan las cuotas o participaciones, en el evento en que se transen, deberá corresponder a grado de inversión otorgada por una sociedad calificadora reconocida internacionalmente.
- b) La sociedad administradora del fondo y el fondo deben estar registrados y fiscalizados o supervisados por los organismos reguladores/supervisores pertinentes de los países en los cuales se encuentren constituidos.
- c) La sociedad administradora del fondo o su matriz debe acreditar un mínimo de diez mil millones de dólares (USD\$10.000 millones) en activos administrados por cuenta de terceros y un mínimo de cinco (5) años de experiencia en la gestión de los activos administrados.
- d) En el caso de los fondos mutuos se deberá verificar al momento de la inversión que el fondo mutuo cuente por lo menos con diez (10) aportantes o adherentes no vinculados a la sociedad administradora del fondo mutuo y un monto mínimo de cincuenta millones de dólares (USD\$50 millones) en activos, excluido el valor de los aportes efectuados por la AFP y sus entidades vinculadas.
- e) En el prospecto o reglamento del fondo se debe especificar claramente el o los objetivos del mismo, sus políticas de inversión y administración de riesgos, así como los mecanismos de custodia de títulos.
- f) En el fondo mutuo de inversión ningún participe o adherente puede tener una concentración superior al diez por ciento (10%) del valor del referido fondo. Esta condición puede acreditarse a través del reglamento o prospecto del fondo mutuo de inversión o por medio de carta o certificación expedida por el administrador del mismo.
- g) Tratándose de participaciones en fondos representativos de índices de commodities, de acciones, de renta fija, incluidos los ETFs, los índices deben corresponder a aquellos elaborados por bolsas de valores o entidades del exterior con una experiencia no inferior a diez (10) años en esta materia, que sean internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, y fiscalizadas o supervisadas por los organismos reguladores/supervisores pertinentes de los países en los cuales se encuentren constituidas. Las bolsas y entidades reconocidas de que trata este literal serán divulgadas a través de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- h) El valor de rescate de la cuota o unidad debe ser difundido mediante sistemas públicos de información financiera de carácter internacional.

Una vez realizado el análisis de estos requisitos a nivel internacional es posible concluir que existen criterios similares en materia de calificación de riesgo (a), registro y supervisión por las autoridades locales (b), tamaño de los activos administrados y años de experiencia en el manejo de recursos por la sociedad receptora (c y g), los criterios de los prospectos o reglamentos de información sobre las características del negocio (e) y los mecanismos de divulgación de información que utilizará la sociedad administradora del exterior para dar a conocer a los inversionistas el valor o la unidad en la que están expresados los recursos o información

relevante sobre la situación del fondo, entre otros (h). La tabla 2, recoge algunas de las similitudes que se presentan en algunas jurisdicciones.

Tabla 2. Requisitos comunes para inversiones en sociedades administradoras del exterior

Criterio / País	Bolivia	Chile	Costa Rica	Europa
Normatividad aplicable	Resolución Administrativa SPVS – IP N° 038/2002: Reglamento de inversiones.	D.L. No 3.500, de 1980	Reglamento de inversiones de las entidades reguladas	Directiva 2011/61/CE
Calificación de riesgo del fondo	Deberá ser al menos Categoría AA3 la calificación de riesgo que tenga el país donde esté constituido el fondo, la sociedad administradora del mismo y su matriz	Deberá ser al menos A para el país donde esté constituido el fondo y BBB para el país donde esté la matriz del fondos.	Los requisitos de calificación aplican para los títulos objeto de inversión y solo se permiten activos calificados como grado de inversión.	Cada país determinará los requisitos de calificación que aplicará para sus inversiones. Sin embargo, las sociedades no podrán depender de manera exclusiva o automática, de las calificaciones crediticias
Registro autoridades	Si	Si	Si	Si
Tamaño y experiencia del fondo	Fondo: Al menos USD 20 millones bajo administración. Sociedad administradora, su matriz o el grupo al que pertenece: Al menos US\$ 10.000 millones en activos administrados y un mínimo de cinco años de operación.	Fondo: Al menos USD 100 millones bajo administración Sociedad administradora, su matriz o el grupo al que pertenece: Al menos US\$ 10.000 millones en activos administrados y un mínimo de cinco años de operación	Fondo: Al menos USD 100 millones bajo administración Sociedad administradora, su matriz o el grupo al que pertenece: Al menos cinco años de experiencia en la administración de carteras y emisión de participaciones.	Cada país determinará los requisitos de calificación que aplicará para el tamaño y experiencia de los administradores, sin embargo, deben cumplir con los requisitos de capital establecidos en el artículo 7 de la directiva 65 de 2009 (UCITS)
Características del fondo y mecanismo de divulgación	Los fondos deberán especificar en el prospecto de emisión toda información relevante. Será responsabilidad de las AFP verificar el cumplimiento de los requisitos de información.	Las políticas y características del fondo; la liquidez del instrumento en los correspondientes mercados secundarios, y la existencia de factores adicionales.	Las entidades reguladas deberán proporcionar la información de sus inversiones con las características y los plazos que fije el Superintendente.	Cada Estado miembro velará por que todas las instituciones domiciliadas en su territorio elaboren y, como mínimo cada tres años, revisen una declaración escrita de los principios de la política de inversión y divulgación de información.

Fuente: Autoridades financieras de los países analizados

Sin embargo, para el caso de los requisitos de la participación de los adherentes al vehículo de inversión (f) y el número mínimo de aportantes (d), no existe un referente similar en los países analizados. La tabla 3 muestra que la normatividad en Europa es la única jurisdicción que establece normas de revelación con

respecto a la participación de los inversionistas, ya que obliga a los administradores a informar a las autoridades nacionales sobre las características y condiciones de aquellos clientes del fondo con una participación mayor o igual del 10% de valor del mismo, con el fin de facilitar las labores de inspección y supervisión que realizan las autoridades propias de los países europeos.

Tabla 3. Requisitos comunes para inversiones en sociedades administradoras del exterior

Criterio / Jurisdicción	Perú	Chile	Europa
Participación de los clientes en el vehículo de inversión del exterior	No existen requisitos.	No existen requisitos.	La Directiva UCITS define que una participación cualificada es toda participación directa o indirecta en una sociedad de gestión que represente un 10 % o un porcentaje mayor del capital o de los derechos de voto o que permita ejercer una influencia significativa en la administración de la sociedad de gestión en la que se posea tal participación. Así mismo, obliga que al interior de la Unión Europea las autoridades competentes no concederán a una sociedad de gestión autorización para iniciar su actividad antes de que les haya sido comunicada la identidad de los accionistas o socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean una participación cualificada en la sociedad, y el importe de dicha participación.

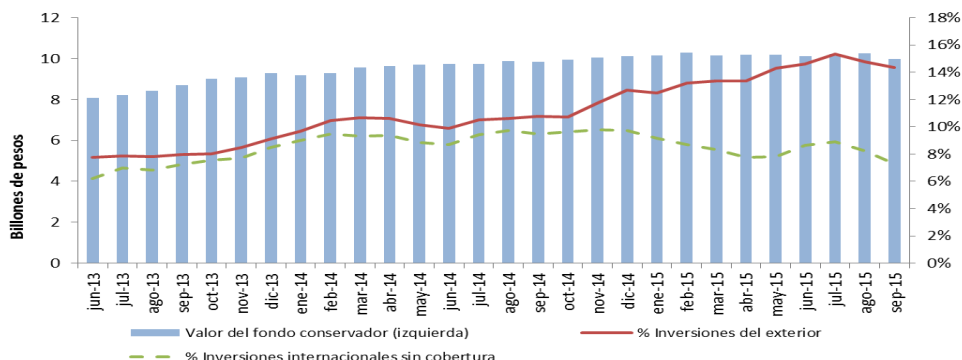
Fuente: Autoridades financieras de los países analizados

b. Exposición a moneda extranjera descubierta en el fondo conservador

El Fondo Conservador se creó con la finalidad de que los afiliados al esquema del RAIS tuvieran una opción de ahorro con una estrategia de baja exposición al riesgo de pensión. Para velar por este objetivo, la regulación estableció unos límites que permiten a este fondo invertir hasta un 20% del valor del fondo en títulos y/o valores participativos, hasta un 40% del valor del fondo en inversiones del exterior y la posición descubierta de las inversiones del exterior no puede exceder el 10% del valor del fondo.

La dinámica observada durante los últimos dos años o indica que las AFP han comenzado a invertir de manera intensiva en los mercados internacionales, buscando mejores oportunidades de inversión que benefician el ahorro de los afiliados. Durante los últimos 2 años el fondo conservador mantuvo una posición activa en activos del exterior en promedio de USD\$ 500 millones, lo que presenta una exposición a activos internacionales en promedio del 12% del valor de fondo, mientras que en promedio el 8% del valor del fondo en moneda extranjera estuvo descubierto (gráfico 11).

Gráfico 11. Valor del fondo conservador y participación de inversiones del exterior



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: URF

Un análisis en conjunto de la exposición en inversiones internacionales para el resto de portafolios que componen los FPO, indica que el fondo conservador presenta una desventaja que le resta competitividad para acudir a los mercados internacionales o aprovechar situaciones que les permitan generar mayores ganancias para sus afiliados. La tabla 4 muestra que los portafolios con una mayor tolerancia al riesgo pueden contar con una posición descubierta superior al 50% de la potencial inversión en el exterior, mientras que el portafolio conservador solo puede hacerlo en un 25%.

Tabla 4 Exposición total en inversiones del exterior

Fondo	Exposición inversiones en el exterior(A)	Exposición descubierta inversiones del exterior (B)	Exposición total (B/A)
Conservador	40%	10%	25%
Moderado	60%	35%	58%
Mayor riesgo	70%	50%	71%
Cesantías LP	60%	30%	50%

c. Ajuste en la nomenclatura de FICS

El Gobierno Nacional expidió en el mes de junio de 2013 los Decretos 1242 y 1243 de 2013, los cuales modifican el Decreto 2555 de 2010, en relación con la administración de los Fondos de Inversión Colectiva y con la actividad de custodia de valores, respectivamente. Dicha regulación se expidió fundamentalmente como respuesta a la necesidad de buscar mayor eficiencia para la industria de fondos de inversión colectiva nacional de forma tal que se lograra estimular una mayor canalización de ahorro y la financiación de nuevos negocios. Estas mejoras se basaron fundamentalmente en la necesidad de alcanzar estándares internacionales buscando las mejores prácticas en términos de gestión, así como un lenguaje y cifras comparables para dimensionar la industria colombiana con respecto a otros países y regiones.

En este orden, se hace necesario adecuar el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias y cesantía de conformidad con la nueva nomenclatura establecida para los fondos de inversión colectiva, antes carteras colectivas, y revisar algunos de los requisitos que actualmente deben acreditar aquellos vehículos de inversión del exterior.

3. PROPUESTA REGULATORIA

Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones y, con el fin de desarrollar los retos regulatorios identificados, la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF presenta la siguiente propuesta de reforma al régimen de inversión de los FPO, la cual estará encaminada principalmente a reclasificar y modernizar el régimen previsto en el Título 12 Capítulo 6 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010. A continuación presentamos los principales puntos de la propuesta regulatoria:

- **Reorganización de las inversiones de naturaleza alternativa:**

El régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias en Colombia actualmente no tiene un tratamiento diferencial y específico para las inversiones de naturaleza alternativa, y como se ha mencionado, estas inversiones deben contar con políticas de inversión, riesgo y gobierno muy diferentes a las que tienen los activos tradicionales (bonos, acciones, recursos a la vista, entre otros). En consecuencia, la ausencia de estándares que una adecuada clasificación de las inversiones dificulta las labores de administración y supervisión de los fondos.

El proyecto de norma propone una nueva clasificación para las inversiones de naturaleza alternativa, con el fin de evitar que instrumentos con riesgos diferentes tengan que el de los activos tradicionales. En este sentido, se propone separar los vehículos de inversión internacional cuyos subyacentes sean títulos o valores, de aquellos cuya principal característica sea la inversión alternativa.

Esta reclasificación implica la creación de nuevos tipos de inversiones admisibles, como los fondos representativos de índices y precios de commodities o divisas, los fondos de inversión colectiva inmobiliarios y los fondos o esquemas de inversión internacionales que inviertan principalmente en activos de naturaleza inmobiliaria. Teniendo en cuenta la experiencia internacional con respecto a activos alternativos, también se crea una categoría para los *Hedge funds*, sin embargo, dadas las características de estas inversiones se considera que además de ser activos alternativos deben hacer parte del grupo de activos clasificados como inversiones restringidas.

Adicionalmente, se incluyen dentro del concepto de inversiones alternativas los fondos de capital privado (FCP) locales y del exterior admisibles dentro el régimen de inversión de los fondos de pensiones. En este caso y para efectos de limitar adecuadamente la exposición sobre este tipo de activos, se propone la unificación de límite vigente de ambos instrumentos bajo la categoría de fondos de capital privado. No obstante, se excluye de la anterior definición aquellos FCP que financien proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas.

Por otro lado, se propone que los portafolios de los fondos de pensiones cuenten con límites de inversión especiales que respeten las particularidades y condiciones especiales que tiene la inversión en estos vehículos alternativos. Como se observa en la experiencia internacional, estos instrumentos tienen una exposición global entre el 20% y el 30% del valor del fondo de pensiones, mientras que países de la región como Perú, adicional al límite global, establecen un límite particular por tipo de inversión.

En este caso se propone un límite por tipo de fondo para las inversiones de naturaleza alternativa, exceptuando de esta inversión al fondo conservador y de cesantías de corto plazo, con el fin de garantizar que se mantenga la estrategia de inversión y evitar sobre-exposiciones que no sean consecuentes con el perfil de riesgo del fondo. Los límites propuestos son los siguientes:

- Exposición en activos alternativos para los portafolios moderado y de cesantías de largo plazo. En la actualidad ambos portafolios tienen una exposición del 15% en FCP. Con la propuesta el límite a vehículos alternativos sería de 20%.
- Exposición en activos alternativos para el portafolio de mayor riesgo. En la actualidad este portafolio tiene una exposición del 21% en FCP. Con la propuesta el límite a vehículos alternativos sería de 25%.
- Se unifican los límites de los FCP, de tal forma que su exposición para vehículos locales y del exterior sumarían el 10%, en el caso del portafolio moderado y de cesantías de largo plazo, y en 15% para el fondo de mayor riesgo. Sin embargo, los FCP que inviertan en infraestructura APP se exceptúan de este límite.

- Los FCP que inviertan en proyectos de infraestructura APP deberán computar para efectos de los límites globales de las inversiones de naturaleza alternativa.

- **Inversiones restringidas:**

Como se mencionó, las inversiones restringidas podrían definirse como aquella variedad de activos que no son admisibles pero cuentan con características mínimas de seguridad similares a las de los activos tradicionales. La experiencia internacional resalta que las administradoras, como agentes prudentes y diligentes, pueden buscar la diversificación de los portafolios y ganancias para sus afiliados por medio de este tipo de inversiones, y por lo tanto se otorga a las administradoras la capacidad de tomar este tipo de decisiones. Sin embargo, en el caso colombiano estas inversiones deberán realizarse con estándares mínimos de seguridad de tal forma que se evite una excesiva toma de riesgos.

En este sentido, la propuesta normativa permitirá a las AFP locales asumir mayores riesgos en busca de mejores oportunidades de diversificación y ganancias, pero asegurando el adecuado cumplimiento de los principios de seguridad, confianza y eficiencia que fundamenta el esquema pensional colombiano. El proyecto de decreto adiciona una nueva categoría de activos admisibles, denominado inversiones restringidas, las cuales cuentan con una serie de condiciones puntuales.

Así las cosas, se proponen cuatro tipos de activos que conformarían esta categoría: los instrumentos que no cuenten con una calificación de riesgo y que hayan sido emitidos a través del segundo mercado; los compromisos a plazo sobre bonos que financien infraestructura 4G bajo el modelo de asociaciones público privadas (APP) descritos en la Ley 1508 de 2012; los vehículos de inversión conformados en una participación superior al 10% en subyacentes con calificación sin grado de inversión o *high yield*; y, los hedge funds.

Para el caso de las inversiones en el segundo mercado, se han identificado unas condiciones de divulgación, gobierno corporativo y de responsabilidad de los agentes colocadores o estructuradores que incrementan el flujo de información hacia los inversionistas y permite sustituir algunos de los aspectos relevantes que son publicados en una calificación de riesgo. Así mismo, los activos emitidos a través de este canal son dirigidos exclusivamente hacia inversionistas institucionales teniendo en cuenta su experiencia y su capacidad para administrar riesgos diferentes a los asociados a variables bursátiles y/o económicas, lo que les permite ser más exigentes respecto a las condiciones que debe cumplir el emisor de los instrumentos al momento de adquirir estos instrumentos.

En el caso de los compromisos a plazo en infraestructura, se limitará la inversión en activos que financien proyectos de cuarta generación (4G), en especial sobre aquellos proyectos que ya se encuentran en la fase de operación y mantenimiento, lo cual implica que la AFP no tendrá que enfrentar los riesgos que se generan durante la fase de construcción. En principio, la naturaleza de largo plazo de estos compromisos y las mayores garantías contenidas en los contratos 4G permitirá contar con una inversión segura que genera una baja exposición al riesgo a las AFP.

En el caso de los vehículos High Yield y los Hedge Funds, las AFP contarán con nuevas posibilidades de diversificación para sus portafolios debido a que invierten en activos que presentan bajas correlaciones con respecto a los activos que tradicionalmente conforman un fondo. En el caso de los vehículos high yield su inversión se realiza a través de fondos colectivos, lo cual permite mejorar la administración de riesgos debido a que la AFP cuenta con un gestor o administrador prudente y diligente que puede diversificar adecuadamente los factores y las fuentes de riesgo de este tipo de activos subyacentes.

Por último, los hedge funds son vehículos que permitirán a los administradores implementar estrategias de inversión específicas, de acuerdo con política de inversiones. Particularmente, en el caso de los Hedge Funds, es importante aclarar que también se consideran inversiones de naturaleza alternativa, por lo tanto, serán teniendo en cuenta en ambos límites teniendo en cuenta las características de estos instrumentos y su mayor complejidad.

Para los activos restringidos se establece un límite por tipo de fondo, con el fin de ser consecuente con la estrategia de inversión y el perfil de riesgo de cada fondo. Los límites propuestos son los siguientes:

- Límite de inversiones restringidas en los portafolios moderado y de cesantías de largo plazo: 3%.
 - Límite de inversiones restringidas en el portafolio de mayor riesgo: 3%.
 - No se permitirá la inversión en inversiones restringidas para el fondo conservador y de cesantías de corto plazo.
- **Requisitos fondos de inversión del exterior.**

Con relación a los requisitos que actualmente deben cumplir en el extranjero las sociedades y vehículos de inversión para que puedan administrar recursos de los FPO, la propuesta busca cumplir con tres objetivos; en primer lugar, ajustar los requisitos que actualmente deben acreditar estos vehículos y adoptarlos a las mejores prácticas y recomendaciones internacionales; en segundo lugar, adoptar aquellos requisitos que permiten mejorar las prácticas de inversión, administración de riesgos y de gobierno; y finalmente, establecer aquellos requisitos adicionales que deberán cumplir los activos de naturaleza alternativos y restringidos, descritos anteriormente.

En el primer caso y como se mencionó en la sección 2.3, los requisitos que deben acreditar los vehículos y las administradoras del exterior deben permitir identificar las características y cualidades de éstos. Los requisitos de concentración y número mínimo de aportantes son poco comunes debido a que no se cuenta con un referente internacional que solicite su cumplimiento. Ambos requisitos limitan la capacidad de la AFP para acceder a inversiones atractivos para los afiliados, los cuales por sus características pueden estar orientados a públicos específicos o preferentes que pueden encontrarse al margen de los requisitos que establece la normatividad. En este sentido, se propone adoptar la regulación de la Unión Europea, en la cual se le exige a los vehículos de inversión que reporten a las autoridades la información relevante de aquellos inversionistas que tengan un porcentaje mayor al 10% del valor del fondo. Con ello, no se limita la inversión sino que se busca identificar si existen posiciones dominantes que afecten el proceso de inversión de los administradores o gestores de los vehículos, así como la posibilidad de mejorar los procesos de identificación de posibles situaciones de conflictos de interés entre los inversionistas del vehículo.

Por otro lado, se propone que los requisitos de información que deben acreditar los vehículos de inversión en el exterior permitan identificar aquellos criterios que utilizó la AFP dentro de su proceso de decisión de inversión. La experiencia internacional mostró que las autoridades peruanas cuentan con requisitos que buscan identificar si la inversión en un determinado activo encaja en la estrategia y a la política de inversión de la administradora. Así mismo, se destaca que se exigen una serie de requisitos sobre el vehículo para poder identificar que este cuenta con procesos adecuados de gestión, control y reporte de información, con el fin de garantizar que están resguardados y orientados a cumplir con los

objetivos del fondo. En este orden de ideas, se propone incluir nuevos requisitos que deberán ser cumplidos por los fondos de inversión internacionales, los cuales tiene como finalidad conocer ampliamente la política de inversión del fondo, sus procedimientos de administración de riesgos y control interno, las características de su metodología de valoración, los mecanismos para administrar sus conflictos de interés y su política de divulgación de costos. Estos lineamientos deberán ser consistentes con la política de inversión del FPO.

Las inversiones de naturaleza alternativa y restringida a nivel internacional deben cumplir con unos requisitos más rigurosos debido a sus características de riesgo y a la iliquidez inherente de estos activos. A lo largo del documento se han expuesto las recomendaciones realizadas por diferentes autoridades internacionales, las cuales destacan que los activos de naturaleza alternativa deben contar con mayores requisitos de información, riesgos y gobierno para asegurar que se protegen los intereses de los inversionistas potencialmente vulnerables, como los afiliados a los fondos de pensiones. En este sentido, el proyecto propone que se aclaren las condiciones bajo las cuales se realiza las funciones de asesoría para la inversión en activos alternativos o restringidos, que sea remitida información financiera a las autoridades e inversionistas periódicamente, que los fondos alternativos acrediten activos administrados por encima de USD 100 millones y que se cuenten con un proceso de auditoría independiente realizado por una entidad reconocida.

Adicionalmente, se ajustó el requerimiento de experiencia de activos bajo administración para los fondos de capital privado del exterior, para que dicho requisito también pueda ser acreditado por la matriz del administrador o del gestor. En el caso de otros vehículos del exterior se permite que este requisito lo acredite la matriz del administrador.

Por último, se otorgan facultades a la Superintendencia Financiera de Colombia, para que a través de instrucciones de carácter general pueda solicitar criterios o condiciones adicionales a las mencionadas anteriormente, durante su ejercicio de supervisión basada en riesgo.

- **Exposición descubierta fondo conservador, excesos en la inversiones u operaciones, subyacentes de derivados de inversión y actualización régimen de Fondos de Inversión Colectiva.**

La última parte de la propuesta contiene una serie de cambios que buscan mejorar las condiciones bajo las cuales se realizan los procesos de inversión, así como, actualizar algunos de los límites que deben cumplir las AFP. En este sentido, se propone un cambio sobre la exposición descubierta en moneda extranjera del fondo conservador, se robustece el procedimiento ante eventos de exceso en las inversiones, se incorporan nuevos subyacentes para la realización de operaciones con derivados de inversión y se actualiza el lenguaje en materia de fondos de inversión colectiva.

En el caso de la exposición descubierta del fondo conservador, los resultados observados durante los últimos dos años muestran que esta exposición se ha mantenido en promedio en el 8% del valor del fondo y que su comparación demuestra que el límite actual es muy inferior respecto al que tienen otro tipo de fondos. Sin embargo, cualquier tipo de modificación debe mantener la naturaleza de baja exposición al riesgo de este fondo. En este sentido, la propuesta normativa busca que se incremente la exposición descubierta en este fondo en un 5%, lo que ubicaría el límite total en el 15%. Si bien, este cambio genera una mayor exposición a inversiones descubiertas del exterior, se mantendrá la naturaleza conservadora de este portafolio frente a los fondos con una mayor tolerancia al riesgo, los cuales en promedio permiten una exposición superior al 50% (tabla 3).

El artículo 2.6.12.1.18 del Decreto 2555 de 2010 establece una serie de directrices y condiciones que deben cumplir las AFP en el caso que excedan los límites establecidos en el régimen de inversión para todos los activos admisibles. Sin embargo, las instrucciones contenidas en este artículo presentan dos inconvenientes; por un lado, no se le permite a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) tomar medidas flexibles que prorroguen los 45 días a los que hace referencia el decreto; y por otro, no se reconoce las particularidades de los FCP.

En el primer caso, se propone que la SFC podrá tomar consideraciones especiales que permitan prorrogar los plazos de ajuste que eviten la liquidación anticipada de las inversiones. Sin embargo, esta ampliación de los tiempos deberá ser consistente con el manejo que la AFP debe dar en estas situaciones, las cuales deberá estar registradas en la política de inversión del FPO. Lo anterior, podrá facilitar las labores de supervisión puesto que los excesos deberán estar sustentados y los procesos de desmonte o desinversión deberán ser acordes con las políticas de la AFP.

En el segundo caso, se destaca la experiencia de los FCP que cuentan con una característica especial que establece que su inversión depende de los llamados de capital, distribuciones de dividendos u otra clase de factores que componen el valor total de la inversión. En tal sentido, la propuesta para FCP consiste en permitir que las AFP que excedan los límites de inversión para este tipo de activos, en situaciones puntuales como los llamados a capital o la distribución de ganancias, se le permita presentar un plan de ajuste que evite la liquidación temprana o anticipada de este tipo de activos del portafolio administrado. Lo anterior, busca evitar que el FPO incurra en pérdidas innecesarias por vender anticipadamente las inversiones y permitir que este tipo de vehículos puedan acogerse a los planes de ajuste que cobijan al resto de inversiones del portafolio administrado por la AFP.

Finalmente, se propone ampliar los subyacentes con los cuales las AFP pueden realizar derivados de inversión. En este sentido, se aclara una problemática que tiene actualmente el régimen de inversión en la cual solo se pueden realizar operaciones con los activos subyacentes descritos en los numerales 1 y 2 del artículo 2.6.12.1.2. Sin embargo, los numerales descritos anteriormente no contienen como activos admisibles a las divisas y a los índices de renta fija o renta variable. Por lo tanto, la propuesta incluye los anteriores instrumentos para ser elegibles dentro de las operaciones de derivados de inversión.

Referencias

- International Organisation of Pension Supervisors. Buenas prácticas en la administración de riesgos de inversiones alternativas por parte de los fondos de pensiones. Julio 2010
- Holtzer, Peter. Technical note on investment alternatives for pension funds and long term funds. Nota técnica preparada para la URF, September 2015.
- OECD (2015) Business and Finance Outlook 2015.
- Towers y Watson. Global Alternatives Survey 2015. Julio 2015.
- Asociación colombiana de fondos de capital privado. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado. Reporte 2015.
- CESA. Private Equity as an innovative instrument for financing entrepreneurship in Colombia. 2008.
- IOSCO. Hedge Funds Oversight, Final Report, June 2009.

- U.S. Securities and Exchanges Commission. Office of Investor Education and Advocacy. Investor Bulletin: Real Estate Investment Trusts (REITs). December 2011.
- Institutional Limited Partners Association. Private Equity Principles. Version II. 2011
- DOCHEV, Kalcho. The role of alternative investment assets in the institutional portfolio. Universitet Van Amsterdam. July 2011
- J.P. Morgan. High Yield Market Monitor. North America Credit Research. Octubre 2015
- Remolina, Lina y Alba, Patricia. Segundo mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas.