

DOCUMENTO TÉCNICO

Simplificación del régimen de inversiones de los inversionistas institucionales

Anibal Yamhure^a, Camila Gamba^a, Camilo Hernández López^b,
Daniel Quintero^a, Liliana Walteros^a

a. Asesores Unidad de Regulación Financiera. b. Subdirector de Regulación Prudencial.

Subdirección de Regulación Prudencial, Unidad de Regulación Financiera.

Resumen

En el año 2019, se adelantó la Misión del Mercado de Capitales, la cual tenía como objetivo realizar un diagnóstico del estado actual del mercado y elaborar recomendaciones, entre otras, para mejorar la gestión de los recursos administrados por inversionistas institucionales.

Algunas de las recomendaciones de la Misión sugieren que la regulación del régimen de inversiones de los inversionistas institucionales debe abandonar el enfoque basado en reglas, cupos y límites. En su lugar, propone la adopción de un enfoque que prime la gestión de los riesgos asociados a los recursos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), en función del mejor interés de los afiliados, así como de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización en consideración de los pasivos que respaldan.

El objetivo de la propuesta consignada en este documento consiste en simplificar algunos elementos del régimen de inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, y las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización, que podrían estar impidiendo una administración más eficiente de los recursos de las pensiones obligatorias, cesantías y aquellos que respaldan las reservas técnicas. Además, la propuesta plantea disposiciones que buscan robustecer los estándares de gobierno corporativo de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, encaminadas a reforzar la responsabilidad de los administradores en el manejo de los recursos de terceros.

Tabla de contenido

1. INTRODUCCIÓN	3
2. ANTECEDENTES GENERALES.....	4
3. FLEXIBILIZACIÓN DE LOS RÉGIMENES DE INVERSIÓN	5
3.1. FONDOS DE DEUDA PRIVADA Y LÍMITE DE ACTIVOS ALTERNATIVOS	5
3.2. INVERSIONES EN ACTIVOS RESTRINGIDOS	7
3.3. LÍMITE DE COMPRA DE DIVISAS	8
3.4. LÍMITE POR EMISIÓN.....	10
3.5. BOCEAS	11
4. ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO	12
4.1. Atribución de funciones a las Juntas Directivas.....	12
4.2. Estándares de conducta.....	13
5. CONCLUSIONES	13
BIBLIOGRAFÍA	14

1. INTRODUCCIÓN

Este año el sistema pensional vigente en Colombia cumple 27 años de funcionamiento. Su implementación vino acompañada de una regulación “draconiana” para los regímenes de inversiones de los recursos pensionales y de las cesantías. Esta regulación basada en reglas y cupos se consideró idónea para ese momento, dado que el nuevo régimen estaba sentando las bases para el desarrollo de una nueva industria en la administración de activos de terceros, y la capacidad regulatoria asociada a la actividad era limitada. Casi tres décadas después, la industria de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantías ha podido desarrollarse y las capacidades regulatorias se han robustecido, motivo por el cual se considera procedente hacer una revisión sobre la pertinencia de una regulación basada en reglas y cupos. Por conexidad y la relación entre industrias, se plantea que la evaluación debería extenderse al sector asegurador.

De acuerdo con la OECD (*Insurance and Private Pensions Committee, 2006*), la regulación de los regímenes de inversión de inversionistas institucionales como Fondos de Pensiones y Aseguradoras debe tener, entre otros, los siguientes objetivos: garantizar que la gestión de inversiones se lleve a cabo de acuerdo con los principios prudenciales de seguridad, rentabilidad y liquidez utilizando conceptos de gestión de riesgos como la diversificación; y crear un entorno en el que la administración de activos pueda obtener los mejores rendimientos a un nivel de riesgo aceptable.

La experiencia internacional sobre las características que debe tener el régimen de inversiones de inversionistas institucionales postula dos enfoques: (i) una gestión de activos regulada por criterios cuantitativos, mediante el establecimiento de límites para tipos de activos y emisores, entre otros, y (ii) el enfoque denominado “regla de la persona prudente”, que es un estándar orientado al comportamiento. Si bien es cierto que la mayoría de los países de la OECD con una tradición legal angloamericana han tendido a adoptar un enfoque comportamental, muchos países con una regla de persona prudente también han optado por utilizar limitaciones cuantitativas, aunque de forma limitada (Galer, 2002).

Colombia no ha sido ajena a este debate. Sin perjuicio de las razones por las cuales la creación de un Régimen de Ahorro Individual vino acompañada de un sistema “draconiano” de reglas y cupos (al igual que en los demás países latinoamericanos que reformaron sus sistemas a finales del siglo pasado¹), la Misión del Mercado de Capitales (la “Misión”), que se adelantó en el 2019, retomó el debate y sus resultados culminaron, entre otras recomendaciones, en que se revisara dicho sistema y se evaluara la posibilidad de hacer una transición a un esquema basado en el principio de la “persona prudente”.

El presente documento se enmarca dentro de una revisión integral que está adelantando la URF para llevar a cabo esta transición. Las propuestas consignadas en este documento son un primer avance de esta revisión. Así, el documento incorpora algunas propuestas de

¹ Ayala, U. (1999). La regulación de los fondos de pensiones en América latina: reseña y lecciones de la experiencia. Disponible en: <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2156>

cambio normativo encaminadas a lograr una mayor flexibilidad en los regímenes de inversión. De igual modo, dichas propuestas se acompañan de reglas adicionales de gobierno corporativo, encaminadas a reforzar la responsabilidad de las administradoras en el manejo de los recursos de terceros.

El resto del documento está organizado de la siguiente forma. La sección dos presenta los antecedentes generales que motivan la totalidad de las propuestas normativas. La sección tres explica las propuestas de norma encaminadas a lograr una mayor flexibilidad en la forma como las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización realizan la administración de sus inversiones. La sección cuatro explica las propuestas encaminadas a robustecer la manera en que estas entidades deben tomar decisiones respecto de la administración de sus fondos y portafolios. Finalmente, la Sección cinco presenta las conclusiones.

2. ANTECEDENTES GENERALES

En el año 2019, la Misión que se adelantó tenía como objetivo realizar un diagnóstico del estado actual del mercado y elaborar recomendaciones, entre otras, para mejorar la gestión de los recursos administrados por inversionistas institucionales, manteniendo principios de liquidez, seguridad y rentabilidad.

Las recomendaciones de la Misión sugieren que la regulación del régimen de inversiones de los inversionistas institucionales debe abandonar el enfoque basado en reglas, cupos y límites. En su lugar, la Misión propone la adopción de un enfoque en el que prime la gestión de los riesgos asociados a los recursos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), en función del mejor interés de los diferentes grupos de afiliados, así como de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización, en consideración de los pasivos que respaldan.

En efecto, la regulación “draconiana” que caracteriza los regímenes de inversiones de los sistemas pensionales y de aseguradoras encontró su razón de ser porque su introducción se llevó a cabo en un momento de desarrollo del mercado de capitales y de las capacidades regulatorias (Ayala, 1999). No obstante, la literatura especializada en la administración de recursos de terceros resalta la importancia que dichos regímenes deben basarse en una justificación temporal y que la regulación prudencial debería velar porque exista una transición hacia un esquema más flexible, a fin de evitar la existencia de capturas regulatorias (Ayala, 1999; Roldos, 2004). En esta misma línea, recientemente (Salamanca & et al., 2019) sugiere moverse hacia una asignación de reglas de hombre prudente en cabeza de las Administradoras, justamente con el ánimo de evolucionar del esquema planteado en la creación de los fondos de pensiones y los fondos de cesantías, pensado para una adecuada diversificación y para evitar una excesiva toma de riesgos.

Adicionalmente, existe una amplia literatura sobre los lineamientos para el desarrollo de regímenes pensionales que soportan la importancia de contar con reglas flexibles de inversión. Así, por ejemplo, en los lineamientos establecidos por la OECD (2006) para la

administración de fondos de pensiones se recomienda evitar regulaciones tendientes a limitar la adecuada diversificación de los portafolios de inversión, que impidan la gestión para el calce del balance (*asset-liability matching*) o, en general, regulaciones que impidan el uso de técnicas ampliamente aceptadas para el manejo de los riesgos de los portafolios de inversión. En esta misma línea, el marco conceptual establecido por el Banco Mundial (2008) para el diseño de sistemas pensionales recomienda que la regulación de los regímenes de ahorro individual permita un conjunto amplio de herramientas para la construcción de portafolios.

En este orden de ideas, el objetivo de la propuesta consiste en simplificar algunos elementos del régimen de inversiones basado en reglas y cupos que podrían estar impidiendo una administración más eficiente de los recursos que conforman los portafolios de inversión. Tomando en consideración que los cambios normativos buscan incrementar los niveles de autonomía con que pueden contar los administradores al momento de decidir sobre sus inversiones, las propuestas vienen acompañadas con disposiciones adicionales que buscan robustecer los estándares de gobierno corporativo de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, las entidades aseguradoras y la sociedades de capitalización, encaminadas a reforzar la responsabilidad de éstas en el manejo de los recursos de terceros.

3. FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REGÍMENES DE INVERSIÓN

En esta Sección se detallan las propuestas de norma encaminadas a lograr una transición del sistema de límites, cupos y restricciones que permea los regímenes de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización, a un sistema híbrido en el que se comienzan a incorporar flexibilidades tendientes a que exista una mayor capacidad de gestión en la manera como se llevan a cabo los procesos de inversión con cargo a los recursos administrados.

3.1. FONDOS DE DEUDA PRIVADA Y LÍMITE DE ACTIVOS ALTERNATIVOS

3.1.1. FONDOS DE DEUDA PRIVADA

Con ocasión de la aclaración que efectuó el Decreto 1984 de 2019 con respecto a la posibilidad de que este tipo de vehículos de inversión lleven a cabo operaciones de crédito, se considera necesario que los regímenes de inversiones de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantías, y de las reservas técnicas, den claridad respecto de la posibilidad de invertir en Fondos de Capital Privado que tengan dentro de su política de inversión el otorgamiento o adquisición de préstamos (comúnmente conocidos como *Private Debt Funds*).

Al respecto, se considera importante resaltar la evolución que ha tenido la industria de los Fondos de Capital Privado, de manera que hoy las publicaciones especializadas de la industria llevan a diferenciar entre los *Private Equity Funds* y los *Private Debt Funds*, enmarcándolos en todo caso dentro de la clase de activos internacionalmente conocida

como alternativos (“*alternative investments*”)². En consecuencia, esta evolución ha hecho necesario que jurisdicciones con un régimen similar, como es el caso de Chile³, modifiquen sus regímenes para incorporar esta nueva realidad.

Asimismo, con el ánimo regulatorio de permitir a los administradores de recursos de terceros gestionar, con autonomía y responsabilidad, los riesgos propios que subyacen la naturaleza de los respectivos portafolios, se propone acompañar esta modificación con una flexibilización en la manera como las administradoras de los recursos pueden realizar sus inversiones en alternativos, la cual se presenta a continuación.

3.1.2. LÍMITE DE ALTERNATIVOS

A partir de 2016 en Colombia la normativa permitió a las AFP y a las entidades aseguradoras la inversión en activos alternativos. Estos activos han servido para diversificar los riesgos a los que se enfrentan los portafolios ante coyunturas de bajas tasas de interés en los mercados internacionales. Estas inversiones se caracterizan por contar con ciertas propiedades que las diferencian de las inversiones tradicionales, tales como: el uso de apalancamiento, la no obligatoriedad de estar inscrito en sistemas de negociación que provean liquidez, la dificultad de encontrar puntos de referencia (*benchmark*), el nivel de complejidad de los procedimientos de valoración y los estándares de revelación de información, entre otros.

La tabla 1 presenta los límites de inversión para cada fondo o portafolio del régimen actual.

Tabla 1. Límite por inversión en activos alternativos⁴

Tipo de fondo	Límite de inversión en FCP-APP*	Límite de inversión en FCP (nal y ext)**	Límite de inversión en alternativos***
Fondo moderado	5%	10%	20%
Fondo de mayor riesgo	7%	15%	25%
Portafolio de cesantías de largo plazo	5%	10%	20%
Compañías de seguros de vida	5%	10%	25%
Compañías de seguros generales	-	5%	10%

* Se entiende por FCP-APP al descrito en el inciso quinto del numeral 1.10 del artículo 2.6.12.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

** Se entiende por FCP (nal y ext) al descrito en los numerales 1.10 y 2.7, sin incluir FCP inmobiliarios ni los FCP-APP, del artículo 2.6.12.1.2 del Decreto 2555 de 2010

*** Se entiende por activos alternativos los instrumentos descritos en los numerales 1.10, 1.11, 2.7, 2.8, 2.9 y 2.10 del artículo 2.6.12.1.2 del Decreto 2555 del 2010 para AFPC, y a los numerales 1.9, 1.11, 2.7, 2.8, 2.9, 2.10 y 3.10 del artículo 2.31.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010 para entidades aseguradoras y sociedades de capitalización

Si bien la regulación ha avanzado en permitir más oportunidades para asignar los recursos de manera más eficiente, los límites presentados en la tabla 1, en lo referente a inversión

² Preqin. (2019). Alternatives in 2019. Disponible en: <https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Alternatives-in-2019-Report.pdf>

³ En efecto, desde el 2017 Chile modificó sus regímenes de inversiones pensionales para permitir la inversión en fondos de deuda privado. (https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articulos-12676_recurso_2.pdf)

⁴ Límites aplicables al valor de cada fondo de pensiones obligatorias y portafolio de cesantías.

en FCP (nacionales y extranjeros) empiezan a restringir las inversiones, lo que podría estar indicando que encuentran mejores rendimientos para los portafolios, pero el cupo actual no crece acorde a esa demanda por inversiones más rentables y diversificadas.

Teniendo en cuenta lo anterior, la propuesta normativa tiene dos elementos importantes a destacar. En primer lugar, se mantiene el límite máximo para la sumatoria de todas las inversiones en instrumentos denominados alternativos, que actualmente se encuentra definido para cada tipo de fondo de pensiones obligatorias y portafolio de cesantías en función de cada perfil de riesgo. En segundo lugar, la propuesta pretende flexibilizar los límites definidos para algunos de los instrumentos clasificados como alternativos, que añaden mayor complejidad a la interpretación de la regulación y a la vez limitan la capacidad de las entidades para conformar un portafolio con las mejores inversiones disponibles en el mercado para este tipo de activos. De esta manera, la propuesta establece que sea la Junta Directiva de cada entidad quien defina la composición óptima de los instrumentos alternativos, junto con los límites máximos para cada uno de los elementos que componen el conjunto de este tipo de inversiones. La definición de los límites por parte de las entidades deberá considerar todos los factores necesarios para una adecuada calibración del riesgo-retorno que, en todo caso, tenga en cuenta el objetivo de cada fondo de pensiones y portafolios de cesantías, su perfil de riesgo, su horizonte de inversión, entre otros.

Como consecuencia de lo anterior, la propuesta elimina el límite existente para la suma de inversiones en fondos de capital privado no inmobiliarios nacionales y del exterior, junto con el límite existente para inversiones en fondos de capital privado que destinen al menos dos terceras partes de los aportes de los inversionistas a financiar proyectos de infraestructura bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas (APP). En todo caso, la propuesta incluye varios elementos que deben ser tenidos en cuenta por parte de las entidades y que son de obligatorio cumplimiento previo a la inversión en fondos de capital privado que inviertan en este tipo de proyectos.

Adicionalmente, y con el objetivo de limitar la exposición en instrumentos alternativos del exterior, se propone la creación de un límite para cada fondo o portafolio, en el cual se define un porcentaje máximo respecto del valor de cada fondo, para la suma de los activos en que pueden invertir los fondos o esquemas de inversión se ubiquen en el exterior. Siguiendo las recomendaciones de la Misión se propone que se consideren activos locales aquellos ubicadas en el exterior todos aquellos cuyo domicilio o ubicación se encuentre en alguna de las jurisdicciones que componen la Alianza del Pacífico.

3.2. INVERSIONES EN ACTIVOS RESTRINGIDOS

La propuesta consiste en flexibilizar el régimen de activos restringidos en dos vías. La primera, respecto del manejo de los requisitos de calificación que se imponen a las inversiones que realizan los fondos de inversión colectiva. El segundo, respecto de los requisitos de calificación aplicables a las emisiones de títulos que se lleven a cabo en el Segundo Mercado.

3.2.1. Requisitos de calificación en fondos de inversión colectiva

Se considera que flexibilizar los requisitos de calificación de los activos subyacentes en que puede invertir un fondo de inversión colectiva puede permitir que una mayor gestión de las inversiones en cabeza de las Administradoras de Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantías, las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización, sin que necesariamente exista un cambio respecto del perfil de riesgo que el regulador ha considerado tolerable en materia de activos restringidos.

En esta medida, la propuesta consiste en atribuirle la responsabilidad a las Juntas Directivas de cada administradora la función de determinar respecto de sus inversiones en Fondos de Inversión Colectiva el porcentaje de títulos representativos de deuda subyacentes que deben cumplir con el requisito de calificación para que la inversión se considere admisible.

Sin perjuicio de lo anterior, en todos los casos, los Fondos de Inversión Colectiva deberán ser considerados como vehículos “transparentes” para efectos del cómputo de los límites para activos restringidos. La transparencia tendrá como efecto computar dentro de los límites de inversiones restringidas el peso que representen los activos subyacentes a los esquemas colectivos, que serían considerados activos restringidos en caso de que la inversión se hiciera de manera directa.

3.2.2. Requisitos de calificación para emisiones del Segundo Mercado

Se considera que los regímenes de inversiones deben reflejar las diferencias entre el segundo mercado y el mercado principal, de manera que se permita a las administradoras de los recursos una verdadera gestión respecto de la oferta de productos que se encuentra en ambos mercados.

En esta medida, se propone eliminar el requisito de calificación asociado a que las emisiones de valores que se efectúen en el segundo mercado, dado que dicha exigencia desdibuja una de las distinciones más significativas entre las cargas que deben cumplir los emisores del mercado principal de aquellas que se exigen en el segundo mercado. Por ende, la exclusión de emisiones no calificadas tiene el potencial de estar reduciendo el universo de activos que podrían contribuir a la construcción más eficiente de portafolios de inversión.

3.3. LÍMITE DE COMPRA DE DIVISAS

Actualmente el régimen de inversiones de los recursos de las pensiones obligatorias y cesantías exige que la negociación de operaciones de compra y venta de COP/USD bajo la modalidad *spot* (contado) o a través de instrumentos financieros derivados no puede superar el 2.5% del valor del respectivo fondo para las operaciones realizadas durante los últimos cinco (5) días hábiles.

Las consideraciones que dieron origen a esta regla fueron de distinta índole y se encuentran plasmadas en el Decreto 3865 de 2011, posteriormente modificado por el Decreto 709 de 2012.

Por una parte, la razón detrás del límite se enmarca por un objetivo de administrar la forma como los fondos de pensiones obligatorias debían cumplir sus objetivos de largo plazo. En efecto, dicho decreto señaló que la regla se introducía considerando que “la política de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias debe estar orientada a objetivos de largo plazo y que la realización de operaciones de corto plazo en el mercado de divisas, que no vayan encaminadas a cambios estructurales en la exposición cambiaria, no corresponde a dicho objetivo”.

En relación con lo anterior, es claro que la motivación es incompatible con una transición hacia un régimen en el que se busque que haya una mayor gestión por parte de los administradores al momento de construir los portafolios. En efecto, es claro que un Administrador de Fondos de Pensiones y Cesantías diligente debería tomar en consideración los objetivos del sistema pensional al momento de efectuar operaciones en el mercado de divisas. Más aún, la existencia de un techo sobre estas operaciones puede eventualmente ser restrictiva, al limitar la capacidad de las administradoras en la negociación de coberturas con derivados financieros para mitigar riesgos cambiarios, especialmente en momentos de alta volatilidad de la tasa de cambio. Esta situación se hizo más evidente en los meses de marzo y abril de este año, meses de fuerte devaluación de la tasa de cambio, en donde las AFP enfrentaron dificultades, como consecuencia del mencionado límite, para cumplir con los llamados al margen de inversiones constituidas en el exterior.

La otra razón que se dio en su momento para el establecimiento de este límite fue la falta de profundidad del mercado cambiario colombiano. Así, el Decreto 3865 de 2011 estableció un límite a la negociación de divisas, tomando en consideración que el mercado de divisas colombiano era aún pequeño en términos relativos al tamaño de los fondos de pensiones obligatorias y, en esa medida, sus operaciones de corto plazo podían generar efectos que irían en contravía del horizonte de inversión de largo plazo que deben perseguir estos recursos.

De lo anterior se puede resaltar que la primera razón no guarda armonía con un sistema tendiente a buscar una mayor autonomía en la gestión de los riesgos de los portafolios, administrados en función del mejor interés de los diferentes grupos de afiliados a los fondos gestionados, y la segunda tuvo un fundamento prudencial de orden cambiario.

Tomando esto en consideración, se evaluó el desarrollo que ha tenido el mercado cambiario colombiano, a fin de determinar el peso que hoy representan los fondos de pensiones en el mercado cambiario. Sobre el particular, de conformidad con datos obtenidos de la Superintendencia Financiera de Colombia, es importante señalar que luego de la entrada de Colombia en el año 2013 al *Government Bond Index* de JP Morgan, la participación de actores internacionales en el mercado cambiario colombiano pasó a ser muy significativa y

disminuyó la participación de los recursos de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado spot de USD/COP.⁵

En este orden de ideas, dado que la evolución del mercado cambiario hace que los motivos de orden prudencial que motivaron el límite hayan perdido su razón de ser, se considera conveniente eliminar este límite regulatorio del régimen de inversiones.

3.4. LÍMITE POR EMISIÓN

El porcentaje máximo que un inversionista institucional puede invertir en una emisión de títulos o en el patrimonio de un fondo de inversión colectiva cerrado, o en un fondo de capital privado, está limitada a los valores fijados en los artículos 2.6.12.1.13 y 2.31.3.1.10 del Decreto 2555 de 2010. Dichos límites se aplican a la suma de los recursos de todos los tipos de fondos de pensiones obligatorias administrados por la misma AFP, así como a la suma de los portafolios de cesantías, y a los recursos que respaldan las reservas técnicas administrados por la misma entidad aseguradora o sociedad de capitalización.

La capacidad de decisión sobre una inversión se ve limitada y, en muchos casos, minada por la imposibilidad de adquirir un mayor porcentaje, de una emisión efectivamente colocada, que el establecido en la regulación. Se estima que el límite de inversión por emisión podría estar restringiendo la demanda de emisiones pequeñas o de emisores no recurrentes, debido a que los costos asociados al análisis de la emisión no se ven compensados con el impacto de la inversión en el portafolio. En este sentido, el documento “Construyendo las bases de la nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia” de (Alarcón, 2017), señala que las emisiones de renta fija se han venido concentrando en empresas de gran tamaño que encuentran en el mercado de capitales una fuente importante de fondeo.

Respecto de otras legislaciones, la mayoría de los países miembros de la OECD, particularmente aquellos que cuentan con sistemas basados en principios, no tienen definido en su normativa un límite explícito a la inversión en una emisión o en el patrimonio de un fondo de inversión. No obstante, algunas legislaciones mantienen un límite de concentración por emisor.

En contraste, se encuentra que países latinoamericanos que siguen una tradición del establecimiento de límites restrictivos en sus regímenes de inversiones aplican una regla similar a la que actualmente rige en el mercado colombiano. Así, por ejemplo, Chile aplica un límite a las administradoras de los Fondos de Pensiones del 35% por emisión, definido

⁵ En la actualidad, esta situación se hace más evidente, teniendo en cuenta que las AFP han estado operando sin este límite y no se presentaron incrementos significativos en las operaciones realizadas por las AFP y no se ha registrado una afectación del nivel y la tendencia de la tasa de cambio.

en el artículo 47⁶ del DL 3500 de 1980. Igualmente, la legislación de México⁷ prevé un tratamiento similar en el régimen de inversión aplicable a las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro.

En línea con las recomendaciones de la Misión, se propone eliminar el límite del 30% por emisión aplicable a los inversionistas institucionales, previsto en los artículos 2.6.12.1.13 y 2.31.3.1.10 del Decreto 2555 de 2010, pero manteniendo en todo caso las exposiciones de concentración por emisor. Asimismo, se propone eliminar los límites de participación de fondos de inversión colectiva cerrados y fondos de capital privado. Estas medidas irían acompañadas de un fortalecimiento del gobierno corporativo de los órganos encargados de la toma de decisiones de inversión. En este último punto, la propuesta contempla que el límite máximo por emisor sea definido por la Junta Directiva, con base en las recomendaciones del Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos.

Con esta modificación se espera contribuir a:

- Incentivar a emisores nuevos o no recurrentes a emitir, en la medida en que no sería necesario reunir a cuatro inversionistas para la colocación de los títulos.
- Ampliar el espectro de emisiones de los inversionistas institucionales, permitiendo una mejor diversificación, lo cual redundaría en una mejor relación retorno – riesgo de sus portafolios.
- Disminuir el efecto manada en la exposición al riesgo de crédito.

3.5. BOCEAS

El régimen actual limita la inversión al 10% de los BOCEAS en circulación de una sociedad de una AFP, con los recursos de los fondos de pensiones, o los portafolios de cesantías, o de una entidad aseguradora, con los recursos que respaldan las reservas técnicas.

Se estima que este límite restringe el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias, limitando su autonomía en la decisión sobre el porcentaje máximo de inversión en bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS). Por otro lado, se aplica de forma simultánea un límite a la propiedad accionaria.

En línea con las recomendaciones de la Misión, la flexibilización de este límite permitiría mayor autonomía en la toma de decisiones de inversión por parte de las entidades objeto de estas modificaciones, siguiendo un principio de profesionalidad.

⁶ "Artículo 47.- (...)

La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, en títulos de deuda emitidos o garantizados por empresas cuyo giro sea realizar operaciones de leasing, no podrán exceder el setenta por ciento del patrimonio de la empresa.

La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en efectos de comercio, no podrá exceder del treinta y cinco por ciento de la serie.

De igual forma, la suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, en bonos de una misma serie, no podrá exceder del treinta y cinco por ciento de ésta (...)" (subrayado fuera del texto)

⁷ "Vigésima cuarta. (...)

Para el caso de los Instrumentos de Deuda, los Valores Extranjeros de Deuda y los Instrumentos Bursatilizados, las Sociedades de Inversión podrán adquirir el valor que sea mayor entre trescientos millones de pesos y el 35% de una misma emisión. Lo anterior, sin perjuicio de la facultad del Comité de Análisis de Riesgos para establecer criterios y lineamientos para la selección de los riesgos crediticios permisibles considerando las condiciones del mercado." (subrayado fuera del texto)

En la revisión de experiencia internacional, se encuentra que distintos países no limitan la inversión en este tipo particular de activos, en cambio aplican límites para evitar la excesiva concentración en un mismo emisor. Canadá, por ejemplo, restringe las inversiones de forma directa o indirecta en los valores de cualquier persona, dos o más personas asociadas, o dos o más personas afiliadas.

La propuesta consiste en delegar a la Junta Directiva la definición del límite de inversión en BOCEAS en circulación de una sociedad, decisión que debe contar con las recomendaciones de los Comités de Riesgo e Inversiones. Respetando en todo caso el límite por emisor y teniendo en cuenta que, ante una conversión obligatoria de los bonos a acciones, las entidades deberán cumplir con el límite de propiedad accionaria.

4. ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO

La Sección tres expuso algunas propuestas de norma encaminadas a la flexibilización de los regímenes de inversión. A continuación, se exponen las medidas de gobierno corporativo que las acompañan, las cuales tienen como finalidad reforzar la responsabilidad de estas entidades en el manejo de los recursos de terceros.

4.1. Atribución de funciones a las Juntas Directivas

Varias de las propuestas de norma encaminadas a flexibilizar los regímenes de inversión vienen acompañadas de asignarle a las Juntas Directivas, de las respectivas entidades, la atribución de determinar los niveles máximos de exposición que consideren tolerables.

Las Juntas Directivas de las entidades vigiladas son el órgano llamado a cumplir con funciones generales de definición de estrategia, supervisión de asuntos relevantes y el establecimiento de la arquitectura de control para el giro ordinario de las actividades de la entidad.

Con esta premisa, se considera que, en el proceso de transición hacia esquemas más flexibles de inversión, las Juntas Directivas son las llamadas a cumplir con el rol determinante de establecer la manera como estratégicamente deberán distribuirse y asignarse los límites máximos a las inversiones, tomando en consideración los distintos elementos de juicio que un profesional diligente tendría en cuenta al momento de tomar estas decisiones.

En este orden de ideas, las propuestas de norma establecen que aquellos criterios que flexibilicen la regulación pasan a ser un asunto que debe definir la Junta Directiva de la respectiva entidad como parte de la Política de Inversión.

La exigencia de incluir estos límites máximos dentro de la Política de inversión responde a que se considera que este documento es el más idóneo para que allí queden incorporados los límites establecidos por las Juntas Directivas para garantizar una adecuada transparencia en estos procesos de decisión, debido a que se trata de un documento que se pone a disposición del público en general.

4.2. Estándares de conducta

Es claro que un incremento en los niveles de autonomía requiere de un mayor cuidado al momento de tomar decisiones. Asimismo, los estándares de conducta que se debe predicar de una entidad dedicada a la administración de recursos de terceros debe incluir unos deberes de prudencia y cuidado propios de un experto en la actividad profesional de administrar recursos de terceros.

De manera similar, la Misión establece la importancia de que la transición a un régimen de inversión basado en principios procure que haya una mayor disciplina de mercado e incremente los estándares profesionales que deben cumplir las áreas encargadas de la cuantificación de riesgos y el análisis de inversiones

En este orden de ideas, se considera necesario que, en adición a la atribución de funciones en cabeza de las Juntas Directivas, las propuestas de norma estén acompañadas de una incorporación explícita de los estándares de conducta que rigen a las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, a las entidades aseguradoras y a las sociedades de capitalización, para lo cual en la propuesta normativa se incluyen dos artículos que resaltan los estándares de conducta, diligencia y prudencia que rigen, respectivamente, las actuaciones de las administradoras como profesionales de fondos de pensiones y cesantías, y las actuaciones de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización.

5. CONCLUSIONES

La propuesta normativa consignada en este documento se enmarca en una revisión integral que está adelantando la URF para llevar a cabo la transición de un régimen de inversiones basado en límites, cupos y restricciones a un régimen híbrido en el que predominan los principios y estándares de conducta basados en el principio de la “persona prudente”.

Las propuestas de cambio normativo tienen como propósito desarrollar un marco regulatorio que le permita a los administradores mejorar sus procesos de toma de decisión, por medio de una mayor autonomía en el ejercicio de asignación estratégica de activos y definición de la política de inversiones.

Esta mayor flexibilidad debe estar acompañada de normas y principios encaminados a fortalecer el gobierno corporativo de las entidades para reforzar la responsabilidad que trae consigo el incremento en los niveles de autonomía en cabeza de los administradores.

BIBLIOGRAFÍA

- Alarcón, L. (2017). *“Construyendo las Bases de la Nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia”*.
- Ayala, U. (1999). La regulación de los fondos de pensiones en América latina: reseña y lecciones de la experiencia. Disponible en: <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2156>
- Decreto 2555 de 2010.
- Decreto 3865 de 2011.
- Decreto 709 de 2012.
- http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0141199800000&CTEXTO=
- <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores.pdf>
- IMF. (2018). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Disponible en: https://www.elibrary.imf.org/browse?pageSize=10&sort=datedescending&t_7=urn%3ASeries%2F012&type_0=booksandjournals
- OECD. (2006). OECD GUIDELINES ON PENSION FUND ASSET MANAGEMENT. Disponible en: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/36316399.pdf>
- World Bank. (2008). The World Bank Pension Conceptual Framework. Disponible
- Preqin. (2019). Alternatives in 2019. Disponible en: <https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Alternatives-in-2019-Report.pdf>
- Reporte Final de Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales 2019.
- Roldos, J. (2004). Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets. International Monetary Fund. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/IMF-Policy-Discussion-Papers/Issues/2016/12/31/Pension-Reform-Investment-Restrictions-and-Capital-Markets-17662>
- en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/389011468314712045/The-World-Bank-pension-conceptual-framework>
- Superintendencia de Pensiones de Chile. Resolución 88 de 2017. Disponible en: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-12676_recurso_2.pdf