

# Documento técnico

## Modificaciones normativas de funcionamiento a los Fondos Mutuos de Inversión

Camilo Hernández<sup>a</sup>, Martha T. Durán<sup>b</sup>, Camila Gamba<sup>c</sup> y Derenis López<sup>c</sup>,

<sup>a</sup>*Subdirector de Regulación Prudencial*

<sup>b</sup>*Asesora*

<sup>c</sup>*Profesional especializado*

*Unidad de Regulación Financiera, Subdirección de Desarrollo de Mercados  
Bogotá D.C., Colombia, enero de 2019*

---

### Resumen

El presente documento contiene las principales justificaciones técnicas de la propuesta normativa para modificar algunas disposiciones actualmente aplicables a los Fondos Mutuos de Inversión (FMI) que podrían generar ineficiencias en su funcionamiento. Para este fin, se tuvieron en cuenta la regulación y las prácticas internacionales aplicables en esquemas similares, así como el efecto de algunos cambios legales y económicos que han tenido lugar en las últimas décadas, entre ellos los relacionados con políticas y metodologías de supervisión de entidades que adelantan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos de captación<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> URF (2018) Fondos Mutuos de Inversión en Colombia y su estructura de funcionamiento. Disponible en [www.urf.gov.co](http://www.urf.gov.co).

## **Antecedentes.**

Entre el 25 de septiembre y el 9 de octubre de 2018, la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF), publicó para comentarios del público el estudio de diagnóstico resultante de la revisión de disposiciones que rigen a los FMI. A partir de dicho estudio se identificaron diferentes necesidades regulatorias para el sector a tramitar en el corto y mediano plazo:

a) Corto plazo: modificación de disposiciones relacionadas con trámites de funcionamiento y supervisión, que impactan en la eficiencia y competitividad de los FMI, además de encontrarse rezagadas respecto de los estándares internacionales y de los actuales esquemas de operación y supervisión del mercado.

b) Mediano plazo: identificación de la visión estratégica del sector, evaluable de acuerdo con los actuales procesos de revisión que se están adelantado para el mercado de capitales y, finalmente, la organización y actualización de disposiciones aplicables a los FMI mediante la incorporación de decretos en los respectivos decretos únicos, con su respectiva actualización normativa. Para este último aspecto, la mencionada identificación de visión estratégica resulta un insumo previo fundamental para determinar el esquema de incorporación de las disposiciones que efectivamente se requieren mantener en el marco normativo.

Con base en estos criterios, el presente documento detalla la propuesta normativa relacionada con aquellos aspectos que inciden en el funcionamiento y supervisión de los FMI, frente a los que se concluyó la importancia de avanzar en el corto plazo su proceso de expedición normativa, teniendo en cuenta que generan prontamente un impacto positivo para el sector derivado de la supresión de procedimientos que representan, tanto para los FMI como para el supervisor, la eliminación de cargas operativas que no se encuentran en línea con el modelo actualmente aplicable a vehículos de inversión y, en general, a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>2</sup>.

## **1. LOS FONDOS MUTUOS DE INVERSIÓN EN COLOMBIA**

### **1.1. Aspectos generales.**

En Colombia, uno de los primeros vehículos de inversión colectiva incluidos en nuestro marco legal fueron los FMI de empresas, regulados por medio del Decreto Ley 2968 del 26 de diciembre de 1960, expedido con base en las facultades otorgadas por la Ley 130 de 1959, por medio de la cual se dictaron medidas orientadas a estimular el desarrollo económico, entre ellas, varias dirigidas a desarrollar el mercado de capitales en el país, estimular el ahorro y orientarlo a inversiones útiles para el desarrollo de la economía nacional.

Estos fondos operan como personas jurídicas, creadas por empresas o grupos de empresas que cuenten con activos brutos iguales o superiores a \$ 100 millones<sup>3</sup> y por lo menos 20 trabajadores<sup>4</sup>. También pueden ser

---

<sup>2</sup> Lo anterior, en línea con las políticas antitrámites previstas en el artículo 18 de la Ley 489 de 1998, y el principio de racionalización de procedimientos administrativos contemplado en el artículo 38 del Decreto Ley 019 de 2012.

<sup>3</sup> Decreto 1705 de 1985. Traído a valor presente el valor mínimo de constitución es de \$ 4.781.361.765,69.

<sup>4</sup> Una empresa no puede tener más de un FMI.

organizados por una empresa, o por grupos de empresas<sup>5</sup> que funcionen en una misma región<sup>6</sup> o que se dediquen a una misma actividad<sup>7</sup>.

De acuerdo con la legislación del país, los FMI se constituyen con base en un acuerdo entre los trabajadores y una empresa o grupo de empresas en la que aquellos laboran, con el objeto de administrar e invertir los aportes de los primeros y las contribuciones de sus empleadores en el mercado de valores o en operaciones de crédito, de forma tal que los empleados cuenten con un patrimonio para el momento en que finalice la relación laboral.

Los aportes<sup>8</sup> de los trabajadores y las contribuciones del empleador revisten las siguientes características:

- Los aportes son clasificados como Legales Voluntarios y Adicionales Voluntarios. Los primeros generan para la empresa la obligación correlativa de contribuir al Fondo en una suma igual al 50% de los aportes legales voluntarios realizados por el trabajador, mientras los aportes adicionales voluntarios corresponden a aquellos que exceden el monto de los aportes legales voluntarios y las reinversiones de los beneficios que correspondan a los afiliados. En total, los aportes no pueden superar el 10% de la asignación básica mensual del trabajador<sup>9</sup>.

En este sentido, con independencia del monto de los aportes, cada afiliado tiene derecho a un voto para la toma de decisiones en asamblea y para la elección de sus directivos.

- Por su parte, las contribuciones de la empresa o empresas al FMI, constituyen aportes realizados en beneficio exclusivo de los trabajadores que deben corresponder como mínimo al 50% de los aportes legales voluntarios realizados por estos, y no hacen parte de la base salarial para efectos de prestaciones económicas y seguridad social.

La administración de los FMI se encuentra a cargo de la Asamblea de Afiliados, la Junta Directiva y el Gerente. La primera tiene entre sus funciones las de examinar la situación del Fondo, designar al Revisor Fiscal y a los miembros de la Junta Directiva, y considerar las cuentas y balances de fin de ejercicio.

---

<sup>5</sup> Cuando el Fondo es creado por un grupo de empresas, la contribución de cada una se abona a sus respectivos trabajadores.

<sup>6</sup> El artículo 5 del Decreto 958 de 1961 establece que, para la organización de un FMI por grupo de empresa de una misma región, el territorio colombiano se divide en las siguientes zonas: 1) Central (Norte de Santander, Boyacá, Cundinamarca, Meta, Tolima, Huila, las intendencias de Caquetá y Arauca y las comisarías de Vichada, Vaupés y Amazonas. 2) Pacífico (Antioquia, Choco, Caldas, Valle del Cauca y Nariño y la comisaría de Putumayo). 3) Atlántico (Córdoba, Bolívar, Atlántico, Magdalena, Guajira y San Andrés. Además, el Superintendente Financiero puede autorizar la agrupación de empresas que funcionen en regiones contiguas de dos distintas zonas siempre que dichas regiones se integren económicamente.

<sup>7</sup> De acuerdo con el artículo 6 del Decreto 958 de 1961 se entiende que un grupo de empresas se dedica a la misma actividad cuando tienen una misma rama de producción, elaboran las mismas materias primas o tienen por finalidad prestar una determinada clase de servicios así sea en medios diferentes. Igualmente, se indica que las empresas filiales y la matriz pueden agruparse para la organización de un FMI, entendiéndose por filial toda empresa cuyo capital tenga otra, que será la matriz, una participación de más del 50% en acciones, cuotas o aportes, o en que siendo inferior dicha participación, tenga el control o dirección administrativos, bien sea directamente o por interpuesta persona.

<sup>8</sup> Los aportes son acreditados en libretas de ahorro e inversión en las que también se abonan los aportes del tenedor, la parte que le corresponda al trabajador en la contribución de la empresa a medida que se vaya consolidando, y la reinversión de utilidades cuando fuere el caso. Estos aportes pueden ser redimidos en caso de retiro voluntario del trabajador al fondo, cuando abandone el plan de ahorro o en caso que finalice el contrato de trabajo.

<sup>9</sup> Adicionalmente, según el artículo 3 del Decreto 739 de 1990, en los estatutos del fondo puede fijarse que los trabajadores realicen aportes adicionales al fondo con base en sus ingresos laborales, de manera voluntaria y ocasional.

En cuanto a la Junta Directiva, entre sus funciones se encuentra la de expedir los Reglamentos de Administración<sup>10</sup>, de crédito y del Fondo de Perseverancia<sup>11</sup>, además de elegir y remover el Gerente y los demás funcionarios del Fondo, fijarles su remuneración y presentar, junto con el Gerente, las cuentas, balances e informes financieros a la Asamblea de afiliados.

## 1.2. Evolución y comportamiento.

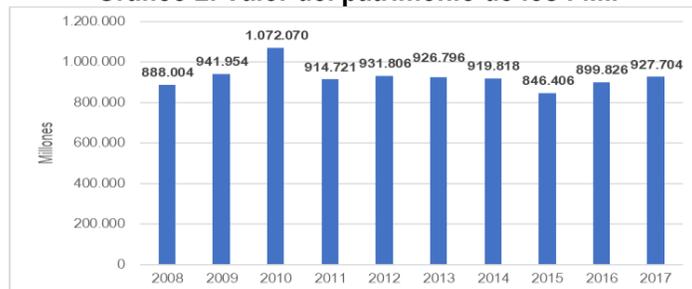
En el país llegaron a funcionar hasta 120 FMI; sin embargo, este número se ha reducido progresivamente. Según cifras reportadas por la Asociación Nacional de Fondos Mutuos de Inversión, Asomutuos, en 2008 existían 67 fondos que agrupaban 85.550 trabajadores, con un total de activos<sup>12</sup> de \$750.257 millones (precios de 2017). A partir de 2012 este número ha venido reduciéndose aún más, de forma tal que a diciembre de 2017, existían 54 fondos, con un total de 90.244 trabajadores<sup>13</sup> afiliados y un promedio de activos de \$691.891 millones.

La cobertura de los FMI en el territorio colombiano no es muy amplia, ya que el mayor número de FMI se encuentra en las ciudades de Bogotá y Medellín. Esta concentración está determinada por la agrupación de trabajadores de diferentes empresas, localizados en una misma ciudad o región bajo un mismo fondo, en razón a que la mayor parte de estos se crean en medianas y grandes empresas, generalmente ubicadas en las principales ciudades.

**Operaciones.** Los recursos de los FMI provienen principalmente de los aportes de los trabajadores y las contribuciones de las empresas, aunque pueden recibir financiación de establecimientos de crédito sometidos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, para la adquisición de valores cuando ello corresponda a las condiciones de la respectiva emisión en el mercado primario, o cuando se trate de programas de privatización o democratización de sociedades.

Según información agregada reportada por Asomutuos, el patrimonio de los FMI, compuesto por los aportes y contribuciones, alcanzó en promedio, entre 2008 y 2012, la suma de \$949.711 millones. Sin embargo, este valor disminuyó en los siguientes cinco años, ubicándose en un promedio de \$904.110 millones (las cifras se reportan a precios de 2017), así:

**Gráfico 2. Valor del patrimonio de los FMI.**



Fuente: Datos Asomutuos, a 2017. Elaboración URF

<sup>10</sup> El reglamento de administración expedido por la junta directiva, debe ser previamente aprobado por el Superintendente Financiero, y en el mismo también se fijan condiciones tales como: i) el procedimiento técnico para forma y fechas periódicas en que se hará la liquidación y distribución o reinversión de los rendimientos, ii) los casos de abandono del plan de ahorro y el derecho de rehabilitación, entre otros.

<sup>11</sup> La constitución del fondo de perseverancia es una característica particular de los FMI. Este Fondo opera como un mecanismo de fomento de permanencia de los trabajadores, y es repartido anualmente entre los trabajadores, en proporción a los aportes legales voluntarios realizados por cada uno de ellos, sin tener en cuenta las sumas que aquellos hayan retirado del FMI.

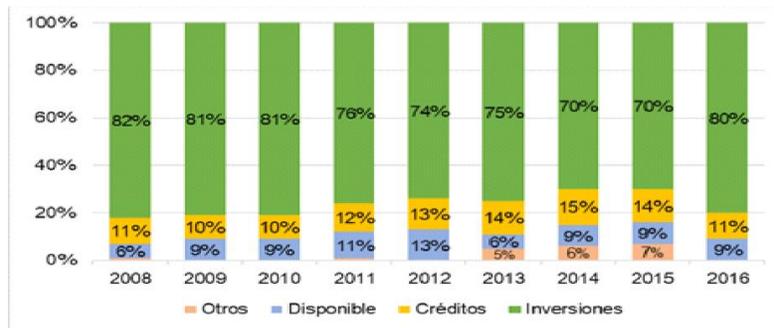
<sup>12</sup> Según Asomutuos, los activos de un FMI corresponden básicamente a la sumatoria de los aportes de sus trabajadores, las contribuciones de los empleadores y las utilidades o valorizaciones obtenidas de las inversiones.

<sup>13</sup> Información reportada por Asomutuos a la URF con comunicación de fecha 20 de marzo de 2018.

En materia de colocación, los FMI están autorizados para invertir en valores, créditos, participaciones en carteras colectivas, depósitos en cuenta corriente o de ahorros, depósitos a término, operaciones de reporto o repo, simultáneas activas y pasivas y operaciones de transferencia temporal de valores sobre inversiones admisibles, y descuentos de cartera, de acuerdo con los límites condiciones previstas en el artículo 2.19.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

El siguiente gráfico presenta la descomposición del activo de los FMI entre 2008 y 2016, evidenciando que la principal actividad de colocación de los FMI son las inversiones, seguida por los préstamos a sus afiliados, mientras en una menor proporción se encuentran en caja y depósitos a la vista (disponible), así:

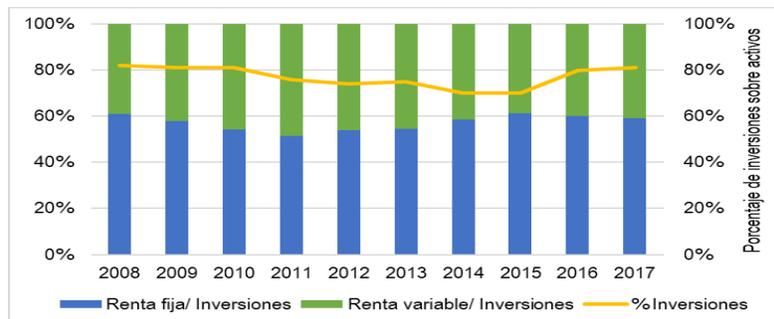
**Gráfico 4. Composición activos de los FMI, 2008-2016**



Fuente: Datos Asomtuos. Elaboración URF.

En particular, el porcentaje de inversión en renta fija supera la inversión en renta variable. En promedio, entre 2008 y 2017, la renta variable representa el 40% de las inversiones y la renta fija el 54%.<sup>14</sup> En el siguiente gráfico se observa el comportamiento del portafolio de inversión de los FMI entre el año 2008 y 2017.

**Gráfico 5. Portafolio de inversión de los FMI, 2008-2017**



Fuente: Datos Asomtuos. Elaboración URF.

De otra parte, muy pocos FMI otorgan créditos a sus afiliados. Según información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia, con corte a 31 de diciembre de 2017, de los 52 FMI existentes, 32 fondos conceden préstamos a sus afiliados con un saldo total del \$105.901.571.494, cifra que según este reporte representa el 11.30% del total de los activos de los FMI, los cuales suman \$937 mil millones. Estos préstamos se encuentran distribuidos entre cuentas de vivienda, vehículos, y salud y similares, entre otros.

Aunque en algún momento los préstamos ordinarios o para vivienda fueron uno de los grandes atractivos de los FMI, cada vez han sido menos importantes dentro de sus activos. Según información presentada por

<sup>14</sup> Los FMI deben tener calidad de Inversionistas Profesionales en los términos del artículo 7.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

Fedesarrollo (1996), en el año 1975 los préstamos de los fondos a sus afiliados para compra de vivienda fueron cercanos al 40% de sus activos totales, en lo que parece ser el año con mayor participación de este tipo de operación. Para el año 1994 se evidenció una importante reducción, alcanzando un 6% del total de los fondos. Al año siguiente (1995), comenzó a hacerse notorio que las inversiones de los fondos constituían su principal actividad de colocación, con un 86%, aproximadamente, del activo total.<sup>15</sup>

**Gestión de inversiones.** Los FMI pueden encomendar, por su cuenta y a su nombre, a Sociedades Fiduciarias o Sociedades Comisionistas de Bolsa sometidos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, la administración del respectivo Fondo o la administración total o parcial de los activos que lo integran, sin que implique la delegación de la responsabilidad, y bajo el entendido de que el administrador o mandatario tiene los mismos límites que le son aplicables al respectivo FMI por las normas que rigen sus inversiones y operaciones.<sup>16</sup>

En este sentido, según datos reportados por Asomutuos, para 2018, una parte importante de los FMI se han reservado la gestión propia de sus inversiones: 35 fondos realizan la gestión de su portafolio de inversión, esto es el 70% de los 50 FMI<sup>17</sup> que se encuentran en funcionamiento:

### 1.3. Supervisión.

La supervisión de los FMI<sup>18</sup> por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia se encuentra distribuida en dos niveles según el monto de sus activos: los FMI con activos iguales o superiores a cuatro mil salarios mínimos mensuales legales vigentes, a corte 31 de diciembre de cada año (\$2.950.868.000 en 2017), se ubican en el nivel de inspección y vigilancia permanente de dicha Superintendencia, mientras que aquellos que registren activos inferiores a dicho monto están sometidos a su control<sup>19</sup>.

De esta forma, son mayores los requerimientos y exigencias en materia de reporte de información para las entidades que son objeto de inspección y vigilancia, respecto de aquellas sobre las cuales se desarrollan funciones de control.

### 1.4. Marco normativo e identificación de normas rezagadas.

Para los FMI actualmente aplican diferentes tipos de normas, varias de las cuales cuentan con una considerable antigüedad<sup>20</sup>, si se tienen en cuenta los cambios de regulación que para otros productos financieros han tenido lugar en las últimas décadas. La expedición de estas normas ha hecho tránsito entre dos cartas constitucionales, por lo que se encuentran leyes o decretos expedidos durante la vigencia de la Constitución Nacional de 1886 y otros emitidos con posterioridad a la promulgación de la Constitución Política de 1991. En la siguiente tabla se presenta un resumen de las mismas.

---

<sup>15</sup> Para este comportamiento debe tenerse en cuenta que a un FMI se le permite efectuar créditos hasta el 45% de sus activos<sup>15</sup>, y realizar préstamos para vivienda u ordinarios a sus afiliados de acuerdo con los límites máximos que determine la ley. En un principio, el límite máximo para los préstamos totales era de 80% de los activos de fondo, y de 10% para el segundo tipo de créditos. El Decreto 1705 de 1985 amplió este último límite de 10% a 20% y el Decreto 2514 de 1987 estableció que los préstamos para vivienda u ordinario no podrían exceder el 45% del activo del fondo. Por su parte, el límite para los préstamos ordinarios era del 15%, con el fin de que los fondos ejercieran principalmente su función de inversionistas institucionales.

<sup>16</sup> Ver artículo 2.19.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

<sup>17</sup> De los 54 FMI existentes, 4 se encuentran en proceso de liquidación, de los cuales 3 son controlados y 1 vigilado.

<sup>18</sup> Conforme lo previsto en los artículos 75 de la Ley 964 de 2005 y de la Ley 510 de 1999

<sup>19</sup> La Superintendencia Financiera, a través de su Delegatura para Emisores, Portafolios de Inversión y otros Agentes, ejerce funciones de inspección, control y vigilancia sobre los FMI (Ver artículos 11.2.1.4.50 y 11.2.1.4.53 del Decreto 2555 de 2010). Para determinar el nivel de supervisión de un FMI, el representante legal de éstos debe allegar a la Superintendencia Financiera de Colombia, dentro de los 20 primeros días de cada año calendario, una certificación del revisor fiscal, en la cual conste el valor de los activos del respectivo fondo con corte a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior.

<sup>20</sup> Es de aclarar que en el presente estudio no se realizan pronunciamientos sobre el régimen tributario aplicable a los FMI.

**Tabla 1. Normas actualmente aplicadas a los FMI**

	<b>Número, fecha y disposición</b>
<b>Ley</b>	130 de 1959, artículo 6
	510 de 1999, artículo 75
	964 de 2005, artículos 4 literal c) y 75 numeral 1
<b>Decretos<sup>21</sup></b>	2968 de 1960, artículos 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 15, 16, 17 y 18
	958 de 1961, artículos 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 17, 20, 22, 23, 26, 27, 28 y 29
	1705 de 1985, artículos 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8, 12 y 13
	2514 de 1987, artículos 4, 5, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21 y 22
	739 de 1990, artículos 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 y 11
	2555 de 2010, Libro 19 de la Parte 2

Fuente: Elaboración URF.

El estudio realizado permitió identificar que algunas disposiciones riñen con el esquema de supervisión que hoy rige para esquemas de inversión colectiva sometidos a la vigilancia de la Superintendencia Financiera, así como con las normas que actualmente asignan a los FMI responsabilidades de gestión y supervisión.

Las anteriores disposiciones corresponden específicamente a funciones otorgadas a dicha Superintendencia a través de decretos expedidos durante la vigencia de la Constitución Nacional de 1886, y están relacionadas con reportes de información, pronunciamientos o trámites de aprobación por parte de la Superintendencia Financiera, y con términos financieros que se encuentran desactualizados. Con estas características se encontraron los siguientes casos:

- **Artículos 16 del Decreto 2968 de 1960 y 23 del Decreto 958 de 1961.** En caso que un FMI reciba aviso de retiro de acuerdo con lo previsto en los mencionados artículos, dicha Superintendencia debe: a) aprobar los trabajos de elaboración de balance general, inventario de valores, créditos, abonos y unidades de inversión de trabajadores, distribución de haberes y adjudicación global de contribuciones; b) aprobar las condiciones de ingreso a un fondo existente, si este fuere el caso, y su conformación; y c) revisar y aprobar el balance general de liquidación; procedimiento con el que se habilita el traspaso de las tenencias.
- **Artículo 5 del Decreto 2968 de 1960.** Según esta disposición, la junta directiva de un FMI está integrada por 5 directores; dos elegidos por los afiliados y dos por la respectiva empresa o empresas; el quinto es elegido por los cuatro anteriores. En caso en que estos no logren acordar el nombramiento del quinto director, este debe ser designado por el Presidente de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendente Financiero de Colombia).
- **Artículo 22 del Decreto 2514 de 1987.** Esta norma establece que para efectuar los repartos de rendimientos de un FMI se requiere la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).

<sup>21</sup> Algunos de estos decretos corresponden a decretos reglamentarios que no fueron incorporados dentro del Decreto 2555 de 2010, teniendo en cuenta que en éste último se recogen decreto expedidos por el Gobierno Nacional en ejercicio de las facultades constitucionales y legales conferidas por los numerales 11 y 25 del artículo 189 de la Constitución Política, en concordancia con lo dispuesto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en especial en su artículo 48, y en la Ley 964 de 2005, en especial en su artículo 4, mientras la mayor parte de las disposiciones de los FMI se expidieron con base en las facultades del numeral 14 del Artículo 120 de la Constitución de 1886.

- **Disposiciones que hacen referencia a libretas de ahorro e inversión.** Dentro del marco normativo aplicable a los FMI algunas disposiciones conservan esta terminología que se encuentra desactualizada frente a los medios utilizados actualmente para el manejo de cuentas de ahorro o inversión. Estas disposiciones se encuentran en decretos tales como el 2968 de 1960, 958 de 1961, 1705 de 1985 y 2514 de 1987.

Si se analizan estos trámites frente a los aplicables en otros esquemas de supervisión de vehículos de inversión colectiva, tales como las pensiones voluntarias o los Fondos de Inversión Colectiva (FIC), se observa que el enfoque difiere sustancialmente. En efecto, respecto de estos últimos, la Superintendencia Financiera de Colombia se concentra en la aprobación del respectivo reglamento, en que la información sobre la inversión cumpla con los requisitos fijados en la norma y se brinde adecuada protección al consumidor, tal como lo aconsejan la dinámica de los mercados y los actuales principios de supervisión de esquemas de inversión colectiva.

En especial, el requisito de autorización previa para el reparto de rendimientos corresponde a un trámite que no tiene lugar respecto de otros instrumentos de ahorro o inversión, y que no se justifica frente al enfoque de la supervisión, a la dinámica de estos esquemas y a los deberes a cargo de la administración y la revisoría fiscal de los FMI<sup>22</sup>. De hecho, esta autorización representa un recargo innecesario de labores para el supervisor y los fondos, que puede desincentivar su constitución o permanencia del tiempo que demanda dicho trámite y los ajustes operativos que se derivan de ello.

En cuanto a las disposiciones que hacen referencia a libretas de ahorro e inversión, este término se mantiene en la normatividad aplicable a los FMI aunque la dinámica del mercado financiero lo haya dejado obsoleto e inaplicable. En este sentido, normas posteriores como el artículo 11 del Decreto 739 de 2000 hacen uso de la expresión “estado de cuenta” para referirse a estas libretas.

## 2. ESTÁNDARES INTERNACIONALES.

En el estudio de diagnóstico publicado en septiembre del presente año para FMI, se analizaron dentro la experiencia internacional esquemas de inversión colectiva conformados con aportes de las empresas y de sus trabajadores, y se observó que no existe uno cuyas características correspondan plenamente a las de los FMI del país.

No obstante, algunas jurisdicciones cuentan con experiencias de FMI para empleados que comparten ciertas características fundamentales con los FMI colombianos como las siguientes: se conforman con aportes de los trabajadores y de las empresas en que estos laboran, cuentan con incentivos tributarios, las posibilidades de retiro parcial de recursos están bloqueadas por un tiempo determinado salvo casos excepcionales, y están autorizadas para invertir en el mercado de valores. Tal es el caso de los fondos mutuos de inversión para empleados de Francia, los planes 401 K de Estados Unidos y el Fondo de Ahorro del Trabajador de México.

En el caso de **México** al tratarse los fondos de ahorro del trabajador de una prestación económica de previsión social que se deriva de la negociación del contrato colectivo de trabajo, no se encuentran sujetos a una entidad especializada en supervisión financiera.

---

<sup>22</sup> En este aspecto los FMI difieren de los Fondos de Inversión Colectiva, en los cuales los rendimientos o utilidades se reflejan en el valor de mercado de los activos que componen el fondo a la fecha en la que se liquida la participación representada en unidades o derechos a nombre de los integrantes, sin que se requiera aprobación de la Superintendencia Financiera.

En los otros países analizados, la práctica internacional consiste en que los órganos directivos cuentan con facultades decisorias para la liquidación y distribución de rendimientos, sin que se les exija la previa autorización de la entidad encargada de su supervisión.

En **Francia**<sup>23</sup>, por ejemplo, los Fondos Mutuos de Inversión para Empleados '*Fonds Commun de Placement d'Entreprise*', cuentan con un consejo de supervisión integrado por representantes de la empresa y los empleados, cuyas tareas incluyen las de analizar el informe de gestión y las cuentas de fin de año, ejercer los derechos de voto de los accionistas y aprobar los cambios en el. La supervisión es ejercida por la Autoridad de Mercados Financieros de Francia, *Autorité des Marchés Financiers (AMF)*, encargada, en términos generales, de aprobar su creación y de realizarles seguimiento a lo largo de su existencia. Además, el Fondo debe contar además con un Auditor, quien debe tener la calidad de persona jurídica.

En el caso de los Planes 401 (K) de **Estados Unidos**<sup>24</sup>, la Administración de Seguridad de Beneficios del Empleado (*Employee Benefits Security Administration*, EBSA por su sigla en inglés) del Departamento de Trabajo, es el organismo a cargo de hacer cumplir las reglamentaciones que rigen la conducta de los administradores, las inversiones de los activos, la presentación de informes y la divulgación de la información de los planes, así como el cumplimiento de las previsiones fiduciarias contempladas en la ley, y de los derechos y responsabilidades de los trabajadores respecto de los beneficios. Básicamente, los empleadores y patrocinadores de los planes 401 (K), están obligados a presentar un informe anual ante EBSA que deben ser archivados electrónicamente cada año por los responsables, para cumplir con los requisitos de información anual previstos en la Ley de Seguridad de Ingresos de Jubilación para Empleados (ERISA) y el Código de Rentas Internas. Si bien el Departamento del Trabajo cuenta con un contingente de auditores con la facultad de adelantar auditorías aleatorias, la información de los planes y de los informes que deben entregar anualmente los responsables, no es objeto de trámite de aprobación alguna como condición para el acceso a los beneficios.

La metodología de vigilancia de los anteriores planes de ahorro encuentra respaldo en recomendaciones internacionales de supervisión para esquemas de inversión colectiva, conforme los cuales la supervisión debe ser efectiva para garantizar que el operador cuente con políticas establecidas para determinar cómo deben desarrollarse las operaciones y que, en la práctica, esas políticas sean cumplidas, incluyendo el trato justo de los clientes (IOSCO, 1997).

---

<sup>23</sup> En la legislación francesa se ha previsto el funcionamiento de programas de ahorro para empleados, la cual admite tres modalidades de planes<sup>23</sup>: A) Planes de Ahorro de La Empresa (Plan D'Épargne Entreprise, PEE por su sigla en francés), que consisten en planes de ahorro colectivo que permiten a los empleados crear una cartera de valores con la ayuda de la compañía. Los pagos del empleado se pueden complementar con contribuciones de la empresa (contribuciones). B) Planes de ahorro interempresas (Plan d'Épargne Interentreprise, PEI por su sigla en francés), que se pueden configurar a nivel de varias empresas que no pertenecen al mismo grupo. C) Planes de ahorro para la jubilación de la empresa (Plan d'épargne pour la retraite collective, PERCO por su sigla en francés), que permiten al empleado ahorrar para prepararse para su jubilación.

Este tipo de inversión se considera una recompensa financiera para el empleado ya que el dinero colocado en el plan puede ser igualado por la contribución de un empleador. Además, en el caso de una oferta de acciones para empleados, aquellos que las adquieran podrían aprovechar un descuento hasta del 20% en el precio de la acción.

<sup>24</sup> El plan 401 (K), debe su nombre al número de sección y al párrafo en el Código de Rentas Internas de Estados Unidos, esto es, artículo 401, párrafo (k), y puede ser patrocinado por el empleador, quien lo ofrece como un medio para atraer y retener talento humano.<sup>24</sup> En la mayor parte de los planes, el empleado o participante del plan, elige entre una variedad de opciones de inversión seleccionadas por el patrocinador, quien se encarga de invertir el dinero según el nivel de riesgo elegido por el trabajador.

El funcionamiento de los Planes 401(k) se rige principalmente por la *Employment Retirement Income Security Act* de 1974, (ERISA por sus siglas en inglés) la cual incluye las regulaciones que protegen estos ingresos para la jubilación, exigiendo que todos los depósitos se mantengan en cuentas custodiadas con el fin de mantener el dinero seguro en caso de alguna contingencia que afecte al empleador, y establece como deberes del patrocinador, entre otros, asegurar que el plan es justo para todos los trabajadores de la empresa, que se entregan materiales explicativos sobre las oportunidades de inversión y que se envían regularmente los estados de cuenta, mediante un canal de fácil acceso a la consulta del estado de las inversiones.

En concordancia, el Banco Mundial (2013) ha señalado que una supervisión eficaz se concentra en asegurar la implementación de las normas y reglamentos, y abordar las limitaciones de la disciplina de mercado, para lo que resulta importante mantener reglas simples que se limiten a las que resulten necesarias para su efectivo seguimiento. En este sentido, la revelación de información es principalmente relevante en lo relacionado con la solidez de las instituciones financieras y los riesgos sistémicos.

### 3. PROPUESTA NORMATIVA

De acuerdo con el análisis realizado, las disposiciones actualmente aplicables a los FMI que ameritan ser replanteadas con miras a dotar al sector de un marco regulatorio que haga más eficiente su funcionamiento y la labor de supervisión, son las siguientes:

**Tabla 1. Propuesta normativa y justificaciones generales**

Disposición	Contenido	Propuesta	Justificaciones
<b>Artículo 23 del Decreto 958 de 1961</b>	Aprobación del Superintendente Financiero de la distribución de haberes y la adjudicación global de la parte que corresponda al fondo que la empresa retirada organiza o al fondo a que la empresa ingresa.	Supresión del requisito de aprobación por parte de la Superintendencia. En su lugar, se dispone que los FMI pongan estos trabajos en conocimiento de dicha Superintendencia.	Estos procedimientos corresponden a una forma de coadministración del supervisor, y corresponden a decisiones que deben aprobarse por los órganos de administración de los FMI.
	Aprobación del Superintendente Financiero de las condiciones de ingreso a un fondo existente.		
	Revisión del balance general de liquidación, el inventario y el anexo, decisión sobre los proyectos de distribución y adjudicación.		
<b>Artículo 5 del Decreto 2968 de 1960.</b>	Designación de directores por parte de la Superintendencia Financiera.	Supresión de la designación del quinto director por parte del supervisor en el caso en que no se logre acuerdo	La regulación debe permitir a los FMI la designación de sus directivos de forma autónoma, como lo realizan las demás

		entre los elegidos por la Asamblea de Afiliados y los designados por la empresa.	entidades vigiladas por dicha Superintendencia.  Para estos desacuerdos, las entidades deben generar mecanismos que les permitan realizar designaciones eficientes, sin que la regulación prevea la ocurrencia y consecuencia de estos desacuerdos.  Para las vigiladas, el supervisor participa en procura de la idoneidad de directivos y administradores con la posesión de directivos y administradores prevista en el literal g) del numeral 2 del artículo 326 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero <sup>25</sup> .
<b>Artículo 22 del Decreto 2514 de 1987</b>	Autorización previa de la Superintendencia Financiera para efectuar reparto de rendimientos	Suprimir el requisito de autorización para reparto de rendimientos.	Es posible que la obligación de contar con la previa aprobación de la Superintendencia Financiera de Colombia para repartir rendimientos, sea un rezago de normas que asignaban al supervisor tareas de autorización que actualmente no corresponden a los principios bajo las cuales se debe enfocar la labor de vigilancia, como aquellas

25 “... **2o. Funciones respecto de la actividad de las entidades.** En el desarrollo de la actividad de las entidades, la Superintendencia Bancaria tendrá las siguientes funciones:

..g) Literal modificado por el artículo 75 de la Ley 795 de 2003: Posesionar y tomar juramento a los directores, administradores, representantes legales, revisores fiscales, a los funcionarios a que hace referencia el inciso primero del numeral 3 del artículo 102 del presente Estatuto, y en general, a quienes tengan la representación legal de las instituciones vigiladas, excepto los gerentes de sucursales.

Los requisitos objetivos y las calidades subjetivas valoradas por la Superintendencia Bancaria para autorizar la posesión de los administradores y revisores fiscales de las entidades vigiladas, deberán acreditarse y conservarse por los mismos, durante todo el tiempo en que se desempeñen en cargos que requieran posesión.

La Superintendencia Bancaria está facultada para revocar la posesión, a los administradores y revisores fiscales que no conserven las calidades objetivas y subjetivas evaluadas al momento de autorizar su posesión.

Se conformará un Comité de Posesiones, integrado por el Superintendente Bancario o su representante y los Superintendentes Delegados, el cual decidirá sobre las solicitudes de posesión y revocatorias de posesión de los directores, administradores, revisores fiscales y los representantes legales de las instituciones vigiladas, excepto los gerentes de sucursales. Igualmente, decidirá sobre las posesiones y revocatorias de posesión de los representantes de las oficinas de representación de instituciones financieras y reaseguros del exterior.

El Superintendente Bancario señalará el reglamento al cual deberá sujetarse el Comité de Posesiones para el cumplimiento de sus funciones.”

			que condicionaban la publicación de los estados financieros de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera a un pronunciamiento positivo de esa entidad <sup>26</sup> .
<b>Modificación general de referencias a libretas de ahorro e inversión</b>	Algunas normas aplicables a los FMI mantienen alusiones a libretas de ahorro e inversión, entre ellos los decretos 2968 de 1960, 958 de 1961, 1705 de 1985 y 2514 de 1987.	Incluir una disposición que reemplace esta terminología de acuerdo con las condiciones actuales del mercado.	Las libretas de ahorro e inversión han sido desplazadas por los estados de cuenta que pueden constar en medios físicos, digitales o de otra naturaleza. En el Decreto 739 de 1990, artículo 11, ya ha hecho avances en la materia.

Fuente: Elaboración URF

Por otra parte, las modificaciones propuestas se encuentran en línea con la política pública de racionalización de trámites previstas en las siguientes disposiciones: a) la Ley 489 de 1998, artículo 18, conforme a la cual esta política debe ser un “objetivo permanente de la Administración Pública en desarrollo de los principios de celeridad y economía previstos en la Constitución Política y en la presente ley” y, b) el Decreto Ley 019 de 2012<sup>27</sup>, el cual resalta que la racionalización de trámites constituye un principio orientado a “Racionalizar, a través de la simplificación, estandarización, eliminación, optimización y automatización, los trámites y procedimientos administrativos y mejorar la participación ciudadana y la transparencia en las actuaciones administrativas, con las debidas garantías legales”.

Se tiene en cuenta además, que los estándares y recomendaciones internacionales, y el enfoque de supervisión vigente para las entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia, particularmente de aquellas que funcionan en el mercado de valores, hace aconsejable que el supervisor focalice su labor en analizar y si es del caso aprobar los reglamentos, en verificar que los inversionistas reciban información adecuada y cuenten con mecanismos de protección, absteniéndose de asumir actividades que son propias de la autogestión de las entidades, o que no corresponden con los aspectos más importantes en los que deben enfocarse los recursos de la Superintendencia, como la gestión de riesgos.

Finalmente, las normas propuestas incluyen cambios en el lenguaje, con el fin de actualizar y armonizar términos que aún pueden encontrarse en las disposiciones aplicables a los FMI.

Para estas modificaciones y derogatorias se tendrán en cuenta las siguientes facultades reglamentarias:

<sup>26</sup> Es de anotar que con anterioridad a la expedición de la Ley 795 de 2003 y especialmente del Decreto 089 de 2008, incorporado en el Artículo 11.2.4.1.1 del Decreto 2555 de 2010, le correspondía a la Superintendencia Financiera “Pronunciarse sobre los estados financieros presentados por las instituciones bajo su vigilancia e impartir autorización para su aprobación por las asambleas de asociados y su posterior publicación, cuando a ello hubiere lugar”.

<sup>27</sup> Ver artículo 38.

- **Ley 964 de 2005, literal c del artículo 4.** Las operaciones propias del objeto de los FMI corresponden a actividades del mercado de valores y para las mismas esta disposición de la Ley 964 de 2005<sup>28</sup> otorgó al Gobierno Nacional facultades de intervención para establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia, incluyendo su organización y funcionamiento. Igualmente, en el catálogo de facultades se dispuso la de “establecer normas dirigidas a la divulgación de información que se deba suministrar a la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia)”<sup>29</sup>.

- **Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), literal h del artículo 48.** En esta disposición se confiere facultades de intervención al Gobierno Nacional, respecto de las entidades financieras y aseguradoras sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia y, en general, respecto de las entidades cuyas actividades consistan en el manejo, aprovechamiento y la inversión de recursos captados del público, para dictar normas que amplíen los mecanismos de regulación prudencial a efectos de adecuar la regulación a los estándares internacionales<sup>30</sup>.

Finalmente, en la propuesta normativa se tiene en cuenta que las disposiciones a modificar se encuentran en decretos expedidos con base en la facultad prevista en el artículo 120, ordinal 14 de la Constitución Nacional de 1886, los cuales corresponden a los denominados “decretos constitucionales”, esto es, decretos administrativos que, conforme lo señalado por la jurisprudencia, no tienen fuerza de ley en el sentido material, teniendo en cuenta que fueron dictados por el Presidente de la República como jefe de Estado y 'suprema autoridad administrativa', aunque en uso de una atribución constitucional<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> **“ARTÍCULO 4o. INTERVENCIÓN EN EL MERCADO DE VALORES.** Conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1o de la presente ley, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para:

...

c) **Establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia incluyendo, su organización y funcionamiento;** el mantenimiento de niveles adecuados de patrimonio, de acuerdo con los distintos riesgos asociados a su actividad; definición, de manera general y previa de las prácticas constitutivas de conflictos de interés, así como los mecanismos a través de los cuales se manejen, revelen o subsanen dichas situaciones, cuando a ello hubiere lugar; la autorización para que desempeñen actividades que no estén actualmente previstas en las normas vigentes, salvo aquellas que correspondan al objeto exclusivo de instituciones financieras y aseguradoras; el control y el manejo del riesgo; la separación de los activos propios de los de terceros; lo relacionado con el deber de actuar ante los clientes como expertos prudentes y diligentes; el uso de redes de oficinas y redes comerciales; la adquisición de participaciones en su propiedad; el régimen de inversiones y la publicidad.”

<sup>29</sup> Ley 964 de 2005. Artículo 4, Literal g.

<sup>30</sup> EOSF. Artículo 48 del EOSF: **“1. Facultades del Gobierno Nacional.** En desarrollo de lo previsto en el artículo del presente Estatuto, el Gobierno Nacional tendrá las siguientes funciones de intervención en relación con las entidades financieras y aseguradoras sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria y, en general, respecto de las entidades cuyas actividades consistan en el manejo, aprovechamiento y la inversión de recursos captados del público:

...

h. <Literal modificado por el artículo 4o. de la Ley 510 de 1999. El nuevo texto es el siguiente:> Dictar normas que amplíen los mecanismos de regulación prudencial con el fin de adecuar la regulación a los parámetros internacionales.

...

<sup>31</sup> Corte Constitucional. Sentencia C-024 del 1º de febrero de 1993. Expediente número d-107. Magistrado ponente Ciro Angarita Barón. Este alto Tribunal ha concluido que la facultad del ordinal 14 del artículo 120 de la Constitución Nacional de 1886 fue sustituida por el artículo 150, numeral 19, y el artículo 189, numeral 25, de la Constitución Política de 1991, con lo que a partir de esta última la regulación de la actividad financiera, aseguradora y bursátil pasó de ser ejercida por el Presidente de la República con una atribución constitucional a un esquema de ámbitos de competencias donde el marco regulatorio de estas actividades se atribuye al Congreso de la República con la emisión de leyes marco o normas de carácter general, que luego son desarrolladas ampliamente por el Gobierno Nacional. Según esta sentencia, el ejercicio de esta facultad le permitió al jefe de Estado en ocasiones -gracias entre otras, a las frecuentes contradicciones de la jurisprudencia- intervenir en el ahorro no meramente mediante decretos de alcance de naturaleza administrativa sino con normas cuyo contenido material era el de una verdadera ley.

#### 4. COMENTARIOS

El proyecto de decreto fue publicado en las páginas web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y de la URF para comentarios entre el 2 y 17 de noviembre de 2018. En esta fase, se recibieron comentarios de la asociación gremial de FMI Asomutuos y del Fondo Sura. En la siguiente tabla se relacionan los principales comentarios recibidos, junto con algunas observaciones del tema:

	Comentario	¿Se acoge?		Observaciones
		SI	NO	
1	Especificar que la distribución de los rendimientos de los FMI queda bajo potestad y responsabilidad de sus Juntas Directivas, teniendo en cuenta que su aprobación se entiende efectuada con la de los estados financieros correspondientes al período.	X		Se incluye como función de la Junta Directiva de los FMI la autorización de distribución de rendimientos entre los afiliados, con base en los estados financieros aprobados previamente por la Asamblea de afiliados y los lineamientos previstos en el reglamento de administración.
2.	Se insiste en la necesidad de compilar y actualizar en su integridad la normativa aplicable a los FMI.		X	En el estudio de diagnóstico realizado por la URF se identificó la necesidad de realizar un proceso de actualización y organización de la normativa que aplica a los FMI. Este tipo de modificaciones fueron planteadas para el mediano plazo, teniendo en cuenta que corresponden a un proceso de expedición que exige una verificación de vigencias y aplicabilidad de normas robusta.
3.	Teniendo en cuenta los objetivos de simplificación normativa y reducción de trámite, se solicita la eliminación de los siguientes requisitos:			
3.1.	Aprobación previa del acta orgánica por la Superintendencia Financiera de Colombia, o incorporación de su contenido en los estatutos o en un reglamento de funcionamiento.		X	a) El ejercicio de actividad de captación exige la previa autorización de la Superintendencia Financiera (SFC). Este trámite implica el cumplimiento de requisitos sujetos a revisión de la SFC, entre ellos el acto de constitución de las entidades, que en el caso de los Fondos Mutuos de Inversión (FMI) corresponde al acta orgánica. b) Los estatutos y reglamentos no

				sustituyen el acto de constitución de una entidad.
3.2.	Aprobación del balance de liquidación.		X	En el proyecto de decreto se modifica la función de aprobación de balances en caso de retiro de una empresa de un fondo multiempresa por parte de la SFC, para que en su lugar estos trabajos sean puestos en conocimiento de dicho órgano de supervisión. Si se trata de trámites de liquidación forzosa, la SFC no cuenta en la actualidad con funciones de aprobación de liquidaciones.
33.	Envío a la SFC de los estados financieros antes de presentación a asamblea.		X	El envío de estados financieros de fin de ejercicio con antelación a la celebración de la Asamblea, es una obligación a cargo de todas las entidades vigiladas por la SFC según lo previsto en el capítulo IX de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995).
3.4.	Contar con varios reglamentos: de administración, de crédito y de fondo de perseverancia.		X	La separación de reglamentos constituye una buena práctica. No obstante, este tema puede ser evaluado en el proceso de actualización y organización de normas aplicables al sector.
3.5.	Autorización previa del reparto de dividendos.		X	Esta modificación ya fue acogida en una de las derogatorias del proyecto de decreto (ver artículo de vigencias y derogatorias).
3.6.	Competencia de la asamblea de afiliados en asuntos más propios de la Junta Directiva, como es el caso de la elección del revisor fiscal y la aprobación de cuentas y/o balances de fin de ejercicio.		X	Estas decisiones son asignadas a la asamblea general por transparencia con los afiliados, incluyendo la elección del revisor fiscal.

4.	En el proyecto de decreto no se incluyen otros temas que cumplen el objetivo de simplificación de trámites: convocatoria y quórum para las reuniones de las asambleas de afiliados.			Para los FMI aplica en la materia reglas del Código de Comercio. Modificar su funcionamiento acogiendo como práctica los esquemas de los reglamentos de FICs, implica replantear la forma de operación de los FMI lo cual escapa del alcance del proyecto de decreto, y corresponde a la visión estratégica que se determine. En cuanto a quorum, las normas permiten Asambleas de delegados, lo cual facilita la celebración de Asambleas.
5.	Los recursos de los FMI están siendo invertidos sin tener en cuenta el perfil de riesgo y los objetivos de inversión de los afiliados; y con una exposición excesiva al riesgo país. El proyecto debería: habilitar la creación de fondos o compartimientos organizados según las tipologías de conservador, moderado y mayor riesgo; y permitir la inversión en una mayor diversidad de instrumentos.		X	Lo solicitado escapa el alcance del proyecto de decreto, el cual se limita a reglas de funcionamiento. Las modificaciones al régimen de inversión de los Fondos Mutuos de Inversión, depende la visión estratégica que se plantee.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

Asamblea nacional para la Unión Europea. Informe sobre la participación de los empleados en la Unión Europea. Página web [http://www.assemblee-nationale.fr/12/europe/rap-info/i3304.asp#P164\\_29385](http://www.assemblee-nationale.fr/12/europe/rap-info/i3304.asp#P164_29385).

AMF: Autorité des Marchés Financiers, página web [www.amf-france.org/](http://www.amf-france.org/)

EMPLOYEE BENEFITS SECURITY ADMINISTRATION –EBSA- Laws and Regulation. Página web [www.dol.gov/agencies/ebsa](http://www.dol.gov/agencies/ebsa)

Fedesarrollo. Natalia Salazar y Eduardo Lora. La demanda de los activos de los inversionistas institucionales en Colombia. Bogotá D.C., enero de 1996. <http://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/1519>.

FIND LAW “Self-directed Investment Options in 401(k) Plans: Legal and Fiduciary Issues” [www.corporate.findlaw.com/law-library/self-directed-investment-options-in-401-k-plans-legal-and.html](http://www.corporate.findlaw.com/law-library/self-directed-investment-options-in-401-k-plans-legal-and.html),

Instituto Sindical Europeo. Página web [//www.worker-participation.eu/National-Industrial-Relations/Countries/France/Financial-Participation/Basic-Data-on-Profit-Sharing-Employee-Share-Ownership](http://www.worker-participation.eu/National-Industrial-Relations/Countries/France/Financial-Participation/Basic-Data-on-Profit-Sharing-Employee-Share-Ownership)

INTERNAL REVENUE SERVICE IRS. "401(k) Plan Overview" página web [www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/401k-plan-overview](http://www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/401k-plan-overview).

Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. PRINCIPLES FOR THE SUPERVISION OF OPERATORS OF COLLECTIVE INVESTMENT SCHEMES. September 1997.

The World Bank. Rethinking the Role of the State in Finance. Global Financial Development Report. 2013.

UNITED STATES DEPARTMENT OF LABOR Employee Benefits Security Administration "Retirement Plans and ERISA" [www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/faqs/retirement-plans-and-erisa-consumer](http://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/faqs/retirement-plans-and-erisa-consumer)

UNITED STATES DEPARTMENT OF LABOR Employee Benefits Security Administration "Retirement Toolkit" [www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/publications/retirement-toolkit-spanish.pdf](http://www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/publications/retirement-toolkit-spanish.pdf)