

DOCUMENTO TÉCNICO

Reglamentación de la Ley 2112 de 2021

Anibal Yamhure^a, Derenis López Meza^a, Camila Gamba-Tiusabá^a y Camilo Hernández López^b

a. Asesores b. Subdirector.

Subdirección de Regulación Prudencial

Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF)
Bogotá D.C., Colombia. Enero de 2022.

Documento de trabajo

Resumen

Con la expedición de la Ley 2112 de 2021 se dispuso la obligación de inversión de un mínimo del 3% de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias, a saber, fondo moderado, conservador y mayor riesgo, en fondos de capital privado o fondos de deuda privada que inviertan en empresas y proyectos productivos en Colombia. Dicha ley facultó al Gobierno nacional para fijar los lineamientos a cumplir para estas inversiones, exigiendo su realización en un marco de adecuada seguridad y que mejore las condiciones de riesgo y retorno de las cuentas individuales de los afiliados.

Teniendo en cuenta estos fundamentos legales, las políticas de regulación por principios y criterios, y de convergencia a estándares internacionales adoptada en los últimos años por el Gobierno nacional para el sector financiero, y conforme las recomendaciones y buenas prácticas internacionales en la materia, el presente documento contiene las justificaciones técnicas para la propuesta normativa de reglamentación de la Ley 2112 de 2021, en la que, entre otros aspectos, se establecen condiciones a cumplir por el gestor profesional y el fondo de capital privado o fondo de deuda privada relacionadas con solidez patrimonial, trayectoria profesional, capacidad operativa y organizacional, gobernanza y divulgación de información.

Contenido

1.	Introducción.....	3
2.	Contexto.....	3
3.	Experiencia internacional y local.....	5
4.	Propuesta normativa	9
5.	Bibliografía	14

1. INTRODUCCIÓN

En 2021, se expidió la Ley 2112 con el objetivo de fortalecer el emprendimiento y el escalamiento del tejido empresarial en Colombia, “a través del fortalecimiento de los fondos de capital privado y/o deuda privada”¹. Con este objetivo, el artículo 2 de dicha ley dispuso la obligación de inversión de un mínimo de recursos pensionales hacia fondos de capital privado o fondos de deuda privada que inviertan en empresas y proyectos productivos en Colombia; lo anterior, siempre y cuando dichas inversiones se realicen dentro de un marco de adecuada seguridad y que mejore las condiciones de riesgo y retorno de la cuentas individuales de los afiliados, así como con sujeción al propósito de que la reglamentación de los regímenes de inversiones de las pensiones obligatorias procuren garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, conforme lo prevé el artículo 100 de la Ley 100 de 1993.

De acuerdo con este marco legal, surge un espacio de reglamentación que es relevante armonizar con el objetivo planteado por el Gobierno nacional para el sector financiero de convergencia a esquemas de inversión basados en el principio de la persona prudente, cuyo primer avance se materializó con la expedición del Decreto 1393 de 2020. Este principio considera la importancia de que los regímenes de inversión se basen en una justificación temporal y que la regulación prudencial debería velar porque exista una transición hacia un esquema más flexible y dinámico, a fin de evitar la existencia de capturas regulatorias (Ayala, 1999; Roldos, 2004), y orientada a una adecuada diversificación, evitando una excesiva toma de riesgos (Salamanca & et al., 2019).

En el caso de las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantía -AFPs-, dicha flexibilidad representa que estas entidades como profesionales expertos en el manejo de estos recursos, son las llamadas a diseñar una estrategia de inversión que permita ponderar dos objetivos: por una parte, contribuir a la salvaguarda de los activos pensionales bajo manejo y, por otra, construir un portafolio óptimo, de acuerdo con el perfil de sus afiliados.

Conforme lo anterior, el presente documento contiene la justificaciones técnicas y antecedentes de la propuesta de reglamentación de la Ley 2112 de 2021, lo cual se expone en cinco secciones, incluyendo esta introducción: la sección dos presenta el contexto y antecedentes normativos a considerar para la elaboración de dicha propuesta; en la sección tres se identifican y analizan recomendaciones, buenas prácticas y estándares internacionales aplicables al caso colombiano y; por último, en la sección cuarta se expone el alcance y contenido propuesta normativa.

2. CONTEXTO

Conforme lo mencionado anteriormente, la propuesta regulatoria que acompaña al presente documento técnico surge de la reciente expedición de la Ley 2112 de 2021, por lo que para su construcción es necesario tener en cuenta, entre otros aspectos, los antecedentes legales, la experiencia internacional y las recomendaciones de organismos internacionales

2.1. Marco normativo y facultades reglamentarias

El inciso primero del artículo segundo de la Ley 2112 de 2021 establece para las AFPs el siguiente deber de inversión: “Como mínimo, un 3% de los recursos se deberán invertir en

¹ Artículo 1 de la Ley 2112 de 2021

Fondos de Capital Privado y/o deuda privada, incluidos los fondos que invierten en fondos de capital privado y/o deuda privada, conocidos como "fondos de fondos" siempre y cuando estos recursos sean invertidos en empresas colombianas o proyectos productivos en Colombia a fin de fortalecer el emprendimiento y el escalamiento del tejido empresarial del país."

A su vez, el artículo tercero de la mencionada Ley dispone que: "El porcentaje mínimo de inversión de recursos en Fondos de Capital Privado y/o deuda privada de que trata el inciso segundo del artículo 100 de la Ley 100 de 1993, deberá obtenerse en los dos años siguientes contados a partir de la entrada en vigencia de la presente ley."

Y el párrafo del artículo segundo de la misma Ley consagra que: "Para la realización de las inversiones que computan para el cumplimiento del porcentaje mínimo del 3% establecido en el inciso segundo del presente artículo, estas deberán cumplir con los lineamientos fijados por la reglamentación que expedida el Gobierno nacional y/o por las políticas de inversión de las administradoras, los cuales deberán tener en cuenta dentro de sus objetivos que la inversión de recursos se realice dentro de un marco de adecuada seguridad y que mejore las condiciones de riesgo y retorno de la cuentas individuales de los afiliados, entre otros." (subrayado fuera de texto).

De acuerdo con estas disposiciones, corresponde al Gobierno nacional definir las condiciones y requisitos bajo las cuales puede darse la inversión de recursos prevista en el artículo 2 de la Ley 2112 de 2021. Para el efecto, es necesario considerar los elementos previstos en dicha Ley, así como otros que se encuentran vigentes en nuestro marco normativo, así:

- La inversión está condicionada a que se realice en un marco de adecuada seguridad y que mejore las condiciones de riesgo y retorno de las cuentas individuales de los afiliados (párrafo del artículo 2 de la Ley 2112 de 2021).
- Tratándose del manejo de recursos del sistema general de seguridad social, estos deben destinarse exclusivamente a fines relacionados con este (artículo 48 de la Constitución Política). Lo que, para el caso de las pensiones, significa la imposibilidad de destinarlo a fines diferentes al de mitigar los riesgos derivados de la vejez o la invalidez de la población, y lo que, en consecuencia, exige lograr la mayor tasa de reemplazo para los afiliados, en un marco de solidaridad respecto de los demás habitantes².
- La reglamentación debe estar alineada con el propósito de "*garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema*" (artículo 100 de la Ley 100 de 1993).

2.2. Base para la inversión de recursos pensionales en los fondos de capital privado o fondos de deuda privada

El inciso segundo del artículo 100 de la Ley 100 de 1993, establece que como mínimo un 3% de los "recursos del sistema" debe dirigirse a la inversión en fondos de capital privado o fondos de deuda privada. Este porcentaje corresponde a la base de inversión para la reglamentación de la Ley 2112 de 2021.

² Con esta disposición constitucional se infiere la prevalencia de maximizar la cobertura de la seguridad social en el territorio colombiano, sobre el fomento al crecimiento de la industria privada.

2.3. Principio de profesionalidad

En conjunto con lo anterior, es preciso destacar que en los últimos años el Gobierno nacional ha venido adelantando una revisión integral del marco normativo para lograr una transición hacia un esquema de inversiones basado en el principio de la persona prudente. En el marco de esta convergencia, el Decreto 1393 de 2020, a la vez que flexibilizó múltiples límites de inversión (particularmente para el *asset class* de activos alternativos), sentó la base conductual que deben seguir las sociedades administradoras de pensiones para actuar de manera profesional en la administración de los fondos de pensiones, con la diligencia exigible a un *experto* prudente y diligente.

El estándar de un experto prudente, no sólo de una persona prudente, exige para las AFPs deberes, como la diversificación, la obligatoriedad de una política de inversión, el *stewardship*, entre otros, con lo que se espera que el administrador tenga la adecuada diligencia para revisar constantemente los adelantos que existan en el campo de la teoría del mercado de capitales y los estudios empíricos que la soportan, así como de estar en capacidad de adoptar o rechazar de los desarrollos que de ella derivan (Loist & Petrag, 2006).

En este escenario, las AFPs cuentan con las capacidades para determinar las condiciones particulares que deben cumplir las inversiones en fondos de capital privado o fondos de deuda privada para que estén alineadas con los principios de seguridad y diversificación que rigen la asignación estratégica de activos. A lo que se suma la importancia de considerar que los mercados financieros contemporáneos son altamente dinámicos y complejos, por lo que requieren instrumentos con capacidad de incorporar con facilidad los cambios e innovaciones que se presenten que difícilmente se puede lograr por vía de la regulación (Awrey et al, 2020). En este sentido, las políticas de inversión que fijen las AFPs son un instrumento idóneo para incorporar las dinámicas cambiantes de los mercados de capitales, bajo un marco de supervisión adecuado.

No obstante, esta flexibilidad requiere de un marco regulatorio que establezca los principios o criterios mínimos que se deben observar para establecer las condiciones de inversión en fondos de capital privado o fondos de deuda privada. Con esto en mente, se efectuó una revisión de literatura y experiencia internacional, a fin de identificar los lineamientos generales que pueden considerarse al momento de establecer la integridad de los fondos de capital privado o fondos de deuda privada y sus gestores.

3. EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y LOCAL

Para la definición de los criterios se revisó la regulación de Estados Unidos, la Unión Europea y Australia, los principios de la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS, *por su sigla en inglés*) y la guía de buenas prácticas sobre inversión en fondos de capital privado de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En general, en el caso australiano, la gobernanza de inversión de las entidades de jubilación (RSE, *por su sigla en inglés*) tiene como objetivo “que las RSE, consistente con su obligación de actuar en el mejor interés de los beneficiarios, seleccione prudentemente, gestione y supervise las inversiones en nombre de los beneficiarios.”

3.1. Criterios aplicables al gestor

3.1.1. Solidez del gestor y trayectoria profesional

En la Unión Europea, los gestores de inversiones deben contar con capital mínimo inicial para operar. Además, una regla variable para que aquellos gestores que tengan activos bajo manejo que superen un umbral determinado deberán incrementar su capital en función del volumen de dichos activos hasta llegar a un máximo regulatorio.

Por su parte, IOPS señala que se debe realizar una evaluación del riesgo de integridad y la experiencia del equipo de gestión. La evaluación del desempeño debe incluir la forma en que se efectúa la valoración del fondo y un posible análisis del historial de la gestión, y como se produce de manera independiente, e incluyen: metodología usada, validación y procedimientos *backtesting*. La debida diligencia también debe incluir una evaluación de aspectos fiscales y legales de las inversiones bajo consideración.

La SFC (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020) identifica como una buena práctica la evaluación del gestor profesional por parte de la AFP, y que tenga en cuenta, por ejemplo, la experiencia generando valor a partir de la estrategia del gestor en fondos anteriores. También propone que, dentro de la evaluación se revisen los indicadores financieros del gestor profesional, con el fin de identificar “su capacidad para cumplir con los compromisos de inversión en el FCP, y advertir posibles riesgos de apropiación de recursos para atender situaciones propias de insolvencia del Gestor Profesional” (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020).

3.1.2. Capacidad operativa y organizacional

La regulación de la Unión Europea prevé reglas asociadas a los gestores sobre: i) procedimientos adecuados para la toma de decisiones y la estructura de organización: nivel de funciones y responsabilidades y de documentación ; ii) garantizar que el personal conozca los procesos que deban aplicarse para el ejercicio de sus funciones , iii) mecanismos adecuados de control interno, de rendición de cuentas y comunicación de información en lo pertinente , v) sistema adecuado de registro, vii) políticas de continuidad del negocio, viii) área permanente de cumplimiento, de auditoría interna y de gestión de riesgos.

La SFC propone que “el Gestor Profesional cuente con un equipo estable de profesionales para que el desempeño futuro del equipo no se vea afectado por la activación de un evento de *key person*”. Y que exista dentro del reglamento mecanismos de sustitución de *Key Person* (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020).

3.1.3. Prácticas de gobierno corporativo

En la regulación estadounidense sobre riesgos de inversión y administración para los inversionistas de fondos de inversión existen disposiciones que regulan las operaciones entre las partes relacionadas con el fondo de inversión, y reglas para la administración de conflictos de interés entre los inversionistas del fondo y las partes intervinientes en la operación del esquema de inversión.

En la Unión Europea se establecen una serie de requisitos y responsabilidades atribuibles a las personas que dirijan la actividad de la sociedad de gestión, así como la necesidad de que exista una adecuada alineación de incentivos en la manera como se efectúa la remuneración de la sociedad gestora. Así, la operación de las gestoras de inversión está supeditada a que: i) las personas que dirijan efectivamente la actividad de la sociedad tengan “la oportuna honorabilidad y experiencia” en relación con el tipo de esquema de inversión administrado por la sociedad gestora; y ii) que los altos directivos sean los

responsables de: a) la aplicación de la política general de inversiones que se defina; b) supervisar la aprobación de las estrategias de inversión aplicadas sobre los fondos gestionados; c) evaluar la efectividad y ajustar periódicamente las estrategias de inversión, el procedimiento interno para la adopción de decisiones de inversión (a fin de garantizar que respondan a las estrategias de inversión que se hayan aprobado) y la gestión de riesgos; d) reciban periódicamente reportes en relación con el control interno, el cumplimiento normativo, los procedimientos de inversión y la gestión de riesgos.

Como buena práctica, la SFC propone que “la AFP evalúe el código, política o documento que incluya la manera en que el Gestor Profesional gestionará los conflictos de interés, el cual deberá incluir aspectos como la política de identificación, revelación, y gestión de conflictos de interés del Gestor Profesional, así como los potenciales conflictos de interés con respecto a la Sociedad administradora del FCP.” Además, propone que la revelación de información por parte del Gestor Profesional acerca de si él, sus entidades vinculadas, o miembros de su equipo han sido objeto de investigaciones legales, si han tenido requerimientos de algún organismo de control, procesos sancionatorios que estén en firme, o investigaciones que estén en firme que puedan generar un riesgo material; todo lo anterior complementa el análisis de la inversión por parte de la AFP.

3.1.4. Gobernanza de los riesgos de administración e inversión, incluidas las prácticas ambientales, sociales, de gobierno corporativo (ASG) y climáticos

En Australia, las entidades de jubilación (RSE, por su sigla en inglés) deben demostrar un análisis adecuado para la selección de un posible gestor de inversiones, entre ellas: i) cómo se gestiona la inversión, incluyendo la administración de los factores de riesgo de inversión y mercado; y ii) los mecanismos de gestión de los riesgos de inversión existentes y la calidad y puntualidad de la información sobre el riesgo de inversión. Además, el supervisor espera que toda evaluación de los fondos incluya un juicio sobre la calidad de la gestión de riesgos realizada por el gestor de fondos y las normas y criterios de conducta observados, y los sistemas, políticas y procesos existentes para supervisar y gestionar las exposiciones al riesgo operativo.

Bajo IOPS, los fondos de pensiones deben tener conocimiento de las características de riesgo de los activos alternativos y se apoya en análisis regulares del perfil de riesgo de la estrategia de inversión y la capacidad del gestor del fondo en el cual el fondo de pensiones quiere invertir. Además, la inversión de los fondos de pensiones en activos alternativos debe ajustarse a la estrategia del fondo de pensiones, teniendo en cuenta el perfil de riesgo total del fondo, incluyendo la relación entre las inversiones alternativas, por una parte, y la cartera de inversión total y la naturaleza y tamaño de los pasivos, por la otra. Finalmente, la evaluación de los procesos tiene en cuenta la organización del fondo de inversión, procesos operativos y de gestión de riesgos, el proceso de inversión y los procesos que rodean cualquier tercerización, incluido el uso de sistemas adecuados y la disponibilidad de planes de contingencia.

Finalmente, la SFC recomienda que, como parte del proceso de debida diligencia, la AFP indague a la sociedad administradora acerca de sus políticas de gestión de riesgos para la administración del fondo y como estos son gestionados, en particular el *compliance* del riesgo operativo (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020). También señala la importancia de incorporar dentro de las políticas de inversión un compromiso de inclusión



de factores ESG en los procesos de toma de decisión. (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020)

3.1.5. Divulgación de información

En Estados Unidos, la revelación de información es un aspecto recurrentemente revisado y modificado por la *Securities Exchange Commission* (SEC, por su sigla en inglés) para ajustar los distintos reportes y contenido de información con que deben cumplir los gestores en fondos de inversión. En este punto vale mencionar que el que sea la SEC (en su rol de entidad supervisora de la industria) la entidad encargada revisar y modificar los requerimientos de información refleja la importancia de contar con un marco de supervisión dinámico, que en el arreglo institucional colombiano es de difícil consecución por la vía de decretos de carácter general.

La regulación de la Unión Europea establece la necesidad de que exista una adecuada alineación de incentivos en la manera como se efectúa la remuneración de la sociedad gestora, así como su metodología de cálculo, periodicidad y condiciones; lo anterior debe informarse de forma clara y transparente a los inversores.

Por otra parte, en Australia, las RSE debe demostrar un análisis adecuado para la selección de un posible gestor de inversiones, teniendo en cuenta la calidad y puntualidad del proceso de valoración, seguimiento e información de las inversiones, incluidas las *downstream investments*.

Como buena práctica la SFC indica que es deber del Gestor Profesional revelar toda la información y temas relacionados con riesgos reputacionales del Gestor y de los activos subyacentes del FCP (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020).

IOPS indica que el supervisor debe prestar particular atención a la información que el fondo de pensiones obtiene de la inversión subyacente del fondo. El reporte del fondo debe usar directrices de valoración adecuadas, a tiempo y contar con control de calidad suficiente e independiente.

3.2. Criterios aplicables al fondo de capital privado o fondo de deuda privada

3.2.1. Prácticas de gobierno corporativo

En la regulación estadounidense respecto a la “junta del fondo” como máximo órgano directivo y de supervisión del fondo. Bajo el esquema estadounidense es usual que una parte de la junta esté compuesta por miembros relacionados con el gestor. No obstante, existe un mínimo regulatorio de 40% de independencia al interior de la junta e incentivos para que dicha independencia sea igual o superior al 75%; que la selección y nominación de miembros independientes esté a cargo de los mismos miembros independientes; un miembro independientes sea quien preside las reuniones de junta y cuente con las atribuciones que usualmente tendría el presidente de la junta directiva de un ente societario; que exista una evaluación (mínimo anual) sobre el desempeño de los miembros de la junta del fondo y sus comités de apoyo.

3.2.2. Gobernanza de los riesgos de administración e inversión, incluidas las prácticas ambientales, sociales, de gobierno corporativo (ASG) y climáticas

La SFC define como una buena práctica, que la AFP evalúe si el fondo “cuenta con una política de inversión responsable, que cuente con sistemas y procesos para identificar y gestionar los riesgos relacionados con las prácticas ambientales, sociales, de gobierno corporativo y climáticas durante las decisiones de inversión” (Cuellar, Santa, Ospina, Escobar, & Castro, 2020). Además, sugiere que, durante la debida diligencia se incluya un análisis de la integración de estos factores o la gestión de estos riesgos por parte del fondo. Finalmente, sugiere que se implementen políticas de divulgación de información sobre las políticas de inversión del fondo basado en factores ASG y climáticos.

4. PROPUESTA NORMATIVA

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, es posible establecer algunos elementos para determinar los criterios mínimos que deberían cumplir los Fondos de Capital Privado o fondos de deuda privada y sus gestores para ser receptores de recursos de las pensiones obligatorias en los términos que plantea la Ley 2112 de 2021.

Lo anterior implica que la inversión por parte de las AFPs se encuentra condicionada al cumplimiento de los mínimos previstos en la propuesta normativa, para lo cual, recogiendo las recomendaciones y buenas prácticas internacionales, y el esquema regulatorio por principios que ha venido incorporando el Gobierno nacional en los últimos años, se plantea asignar a dichas administradoras la función de desarrollar en sus políticas de inversión los criterios presentados en la propuesta.

Para ello, es importante tener en cuenta que, en todo caso, para las inversiones en fondos de capital privado y fondos de deuda privada aplican las reglas hoy previstas en la materia en este tipo de inversiones. Por lo que, para el cumplimiento de lo previsto en la Ley 2112 de 2021 es necesario que, de forma adicional, se cumplan las normas previstas en la propuesta normativa.

En este sentido, hacen parte del proyecto de decreto los siguientes elementos:

4.1. Profesionalidad

En línea con el deber de profesionalidad, definido en el artículo 2.6.13.1.9 del Decreto 2555 de 2010, las AFPs deben actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente. Lo que significa, que la administración e inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorios debe realizarse en las mejores condiciones posibles para los afiliados, teniendo en cuenta el análisis riesgo-retorno, el horizonte de tiempo de las inversiones, la diversificación de inversiones, los costos asociados a las mismas, entre otros factores.

4.2. Valor de inversión

El proyecto de decreto establece que la base sobre la cual se deberá calcular la magnitud a destinarse en fondos de capital privado o fondos de deuda privada es el valor resultante de la suma de los recursos del Fondo Conservador, el Fondo Moderado y el Fondo de Mayor Riesgo.

Para lo anterior, hay que tener en cuenta que el régimen de inversiones de las AFPs no permite que con recursos del fondo conservador se invierta en fondos de capital privado o fondos de deuda privada, pero el valor del fondo si debe hacer parte de la base del cálculo del 3 %. Para esto, en la propuesta normativa se establece que para efectos de la inversión las AFPs deberán acoger los límites globales previstos para cada tipo de fondo.

Para el cómputo del porcentaje mínimo, la AFPs deberá definir en su política de inversión el máximo, dentro del 3 %, en el que computarán los compromisos para participar o entregar dinero a los fondos de capital privado o fondos de deuda privada que hayan adquirido los fondos administrados por las AFPs y que cumplan las condiciones establecidas en los artículos 2.6.12.2.4 y 2.6.12.2.5 de la propuesta normativa.

4.3. Definiciones.

Con el fin de facilitar la comprensión y aplicación de la propuesta se introducen las siguientes definiciones:

En adición a las condiciones que la Ley 2112 de 2021 permite establecer para que sea procedente la destinación de un 3% de los recursos pensionales en fondos de capital privado o fondos de deuda privada, se considera necesario que el marco regulatorio establezca las definiciones que otorguen seguridad jurídica a la manera en que debe operar esta destinación de recursos.

- **Fondo que invierte en empresa o proyecto productivo en Colombia:** es importante contar con una definición que permita identificar con métricas objetivas lo que se debe entender como un fondo – bien se de capital o deuda privada – que invierte en empresas o proyectos productivos en Colombia. En la propuesta normativa se definen aquellos fondos previstos en la Parte 3 del decreto 2555 de 2010, cuya Política de Inversión prevea que al menos un 50% de los recursos del fondo sean invertidos en actividades económicamente organizadas para la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios que cumplan con una de las siguientes condiciones: i) Que por lo menos el 50% de sus procesos productivos se realicen en Colombia. ii) Que por lo menos el 50% de sus ingresos o ventas provengan de Colombia, es decir, que sean considerados como ingresos de fuente nacional. Cuando el objeto de una inversión sea la apertura de operaciones en Colombia por parte de una empresa internacional en un plazo no superior a 24 meses. Pasados los 24 meses, la empresa objeto de inversión deberá cumplir con mínimo una de las condiciones establecidas en los ordinales i) y ii) anteriores.
- **Empresa extractiva del sector minero energético:** teniendo en cuenta que la Ley 2112 establece que no se podrán tener en cuenta las inversiones que se realicen los fondos de capital privado o fondos de deuda privada en activos subyacentes que sean “empresas extractivas del minero energético”, resulta necesario establecer el alcance de dicha expresión, para efectos de determinar qué empresas deben excluirse del cómputo que realice cada administradora de fondos de pensiones y cesantía.

Para estos efectos, la “Iniciativa para la Transparencia de las Industrias Extractivas”³ (EITI) y el Ministerio de Minas y Energía (2016) establecen que los sectores que componen las industrias extractivas en materia minero-energética son el sector de hidrocarburos y el sector minero. Tratándose el componente energético de la definición prevista en la Ley 2112 de 2021 se reduce a la extracción de recursos no

³ Ministerio de Minas y energía () POLÍTICA MINERA DE COLOMBIA. Bases para la minería del futuro. Página

renovables del suelo, sin que abarque la generación de energía por medios renovables.

Así, la norma propone definir como empresa extractiva del sector minero energético a cualquier actividad económicamente organizada que tenga como actividad primaria la extracción de recursos no renovables en el territorio colombiano. Para estos efectos se entenderá como actividad primaria aquella en virtud de la cual provienen por lo menos el 50% de los ingresos de la organización.

4.4. Criterios mínimos

En cuanto a los criterios mínimos que deberán desarrollar las AFPs en sus políticas de inversión, el proyecto de decreto plantea las siguientes:

4.4.1. Aspectos aplicables al gestor profesional

4.4.1.1. Solidez patrimonial:

La solidez patrimonial del gestor puede entenderse como el respaldo patrimonial con que cuenta para mantener el funcionamiento adecuado de sus operaciones. En este punto, algunas de las variables asociadas a la solidez y que podrían considerarse como condiciones para la inversión de recursos pensionales en fondos de capital privado o fondos de deuda privada incluyen, pero no se limitan, a la calidad de los recursos propios del gestor para respaldar su operación, los activos bajo administración (AUM) y los umbrales para aumentar capital en función de dichos activos.

4.4.1.2. Trayectoria profesional

La trayectoria del gestor se refiere al conocimiento y experiencia con que cuenta para realizar sus operaciones. el *track record* del gestor y el desempeño histórico en inversiones similares, la experiencia y capacidades de los administradores y demás personal estratégico para la operación (incluidos los planes de sucesión de dichas personas) y la existencia de calificaciones de gestión emitidas por sociedades calificadoras de riesgo.

4.4.1.3. Capacidad operativa y organizacional

La capacidad operativa y organizacional hace referencia a los recursos y estructura organizacional con que cuenta el gestor sean suficientes para operar en un entorno de control adecuado que garantice la continuidad de las operaciones y mitigue el riesgo operativo. En este sentido, entre otras variables relacionadas con la capacidad operativa y organizacional del gestor, y que pueden considerarse para condicionar la destinación de recursos pensionales a fondos de capital privado o fondos de deuda privada, se encuentra la existencia de un sistema de registro documental y de operaciones robusto, la existencia de planes de contingencia y continuidad del negocio, contar con: un área permanente de cumplimiento normativo, un área permanente de auditoría interna y un área permanente para la gestión de riesgos.

4.4.1.4. Prácticas de gobierno corporativo

Las prácticas de gobierno corporativo del gestor son uno de los pilares más importantes para mitigar el riesgo de administración en la industria de administrar recursos de terceros. En efecto, un buen sistema de gobierno corporativo debería lograr que exista un ambiente



de profesionalismo en la toma de decisiones, confianza, transparencia y rendición de cuentas para los inversionistas.

Con relación a este criterio, algunas de las variables sobre las que se podrían establecer condiciones para los gestores de fondos de capital privado o fondos de deuda privada son la composición de los órganos directivos, reglas de independencia sobre los directores (incluyendo a los miembros del Comité de Inversiones del gestor), alineación de intereses entre los inversionistas, por una parte, y, por otra parte, la remuneración del gestor, sus directores y el personal estratégico del gestor.

4.4.1.5. Gobernanza de los riesgos de administración e inversión, incluidas las prácticas ambientales, sociales, de gobierno corporativo (ASG) y climáticos.

En este punto se considera relevante que las AFPs establezcan condiciones mínimas en relación con las reglas de gobernanza que deben adoptar los gestores para la mitigación de los riesgos de administración e inversión, incluidas las prácticas ambientales, sociales, de gobierno y climáticas; si quieren que sus fondos de capital privado o fondos de deuda privada sean receptores de recursos pensionales. Entre las consideraciones de este criterio también se encuentran la existencia de un código de conducta, las reglas internas adoptadas por el gestor para la identificación y el manejo de los conflictos de interés (incluyendo los mecanismos de control para su eficacia), reglas y límites adoptados por el gestor para la realización de operaciones con partes relacionadas (incluyendo los mecanismos de control para su eficacia).

4.4.1.6. Divulgación de información

La divulgación de información es un aspecto fundamental sobre el cual deberían existir condiciones mínimas para que los gestores de fondos de capital privado o fondos de deuda privada puedan ser receptores de recursos de la Seguridad Social. Algunos de los posibles aspectos a considerar bajo este criterio son la generación de informes periódicos de gestión y su contenido mínimo, requisitos de calificación para los valores emitidos por los fondos de capital privado o fondos de deuda privada, requisitos para la valoración de los subyacentes (diferenciados por tipos y subtipos de vehículo), revelación de la estructura de gastos y comisiones, entre otros.

4.4.2. Aspectos aplicables al fondo de capital privado o fondo de deuda privada

4.4.2.1. Prácticas internas de gobierno corporativo.

Algunas de las variables sobre las que se podrían establecer condiciones para los fondos son la composición de los órganos directivos, reglas de independencia sobre los directores, los comités, mecanismos de alineación de intereses entre los inversionistas, por una parte, y, por otra parte, la remuneración del gestor, sus directores y el personal estratégico del gestor.

4.4.2.2. Gobernanza de los riesgos de administración e inversión, incluidas las prácticas ambientales, sociales, de gobierno (ASG) y climáticas

En este punto se considera relevante que las AFPs establezcan condiciones mínimas en relación con reglas de gobernanza sobre la política de inversión de los fondos de capital

privado o fondos de deuda privada que incluyan las prácticas ambientales, sociales, de gobierno y climáticas, con el fin de que sus fondos de capital privado o fondos de deuda privada sean receptores de recursos pensionales.

4.5. Régimen de transición

Teniendo en cuenta los cambios propuestos y las modificaciones que deberán realizar las AFPs a sus políticas de inversión, los procedimientos internos, los reportes de información y demás instrumentos que requieran ajustes, se considera conveniente establecer un régimen de transición, conforme el cual las AFPs tendrán hasta nueve (9) meses para realizar estos ajustes o modificaciones.

5. BIBLIOGRAFÍA

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>

Roldos, J. (2004). Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets.

Salamanca, D. & et al. (2019).

Congreso de la República (1993). *Ley 100 de 1993*.

_(2021). *Ley 2112 de 2021*

APRA. (2016) Guía práctica prudencial SPG 510 – Gobernanza.

_(2013) Guía práctica prudencial SPG 530 - Gobernanza de la inversión

Presidencia de la República (2010). *Decreto 2555 de 2010*.

_(2020). *Decreto 1393 de 2020*

IOPS. (2010) Good practices in risk management of alternative investments by pension funds.

(2019). In R. & Rigobon, *Misión del Mercado de Capitales* (pp. 148 - 190). Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y Embajada de Suiza en Colombia.

Cuellar, O., Santa, L., Ospina, R., Escobar, M., & Castro, D. (2020). Mejores prácticas en el proceso de inversión en fondos de capital privado. Superintendencia Financiera de Colombia. Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10089706>

Galer, R. (2002). *"Prudent person rule" standard for the investment of pension fund assets*. OECD.

Lostl, O., & Petrag, R. (2006). The regulation of investment risk. In O. Lostl, & R. Petrag, *Asset management standards*. Palgrave.

OECD Insurance and Private Pensions Committee. (2006). *OECD Guidelines on pension fund asset management*. OECD.

ANEXO

Algunas organizaciones internacionales y la experiencia de otras jurisdicciones dan cuenta de buenas prácticas que pueden ser acogidas para la reglamentación de la Ley 2112 de 2021.

Recomendaciones de organizaciones internacionales

En este punto se consultó propuestas de la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (International Organisation of Pension Supervisors, IOPS por su sigla en inglés).

En 2010, IOPS publicó una guía de buenas prácticas en la gestión del riesgo de inversiones alternativas de los fondos de pensiones. De este documento se destacan los siguientes elementos:

- El proceso de evaluación de inversiones alternativas se compone de: personas, procesos y desempeño. La evaluación de las personas comprende a los gestores y al personal, en aspectos fundamentales como el riesgo de integridad y la experiencia del equipo de gestión. La evaluación de los procesos tiene en cuenta la organización del fondo de inversión, procesos operativos y de gestión de riesgos, el proceso de inversión y los procesos que rodean cualquier tercerización, incluido el uso de sistemas adecuados y la disponibilidad de planes de contingencia. Por su parte, la evaluación del desempeño debe incluir la forma en que se efectúa la valoración del fondo, así como un posible análisis del historial de la gestión, y como se produce de manera independiente, algunas consideraciones incluyen: metodología usada, validación y procedimientos *backtesting*. La debida diligencia también debe incluir una evaluación de aspectos fiscales y legales de las inversiones bajo consideración.
- Para lo anterior se requiere de términos contractuales adecuados. Las características del contrato permiten que el fondo de pensiones conduzca una adecuada gestión del riesgo, por lo que es necesario que el contrato especifique las medidas que se deben adoptar en caso de que se cruce algún umbral, reglas de divulgación adecuada de información y, en caso de aplicar, condiciones de terminación y condiciones. También especificar las comisiones y cómo estas interactúan con el desempeño del fondo. El cumplimiento de las condiciones se debe controlar de forma periódica y sistemática por parte de los fondos.
- La inversión de los fondos de pensiones en activos alternativos debe ajustarse a la estrategia de los fondos de pensiones. Para ello se debe tener en cuenta el perfil de riesgo total del fondo, incluyendo la relación entre las inversiones alternativas, por una parte, y la cartera de inversión total y la naturaleza y tamaño de los pasivos, por la otra.
- Los fondos de pensiones deben tener conocimiento de las características de riesgo de los activos alternativos, lo que implica apoyarse en análisis regulares del perfil de riesgo de la estrategia de inversión y la capacidad del gestor del fondo en el cual el fondo de pensiones quiere invertir.
- El supervisor debe prestar particular atención a la información que el fondo de pensiones obtiene de la inversión subyacente del fondo. El reporte del fondo debe usar directrices de valoración adecuadas, a tiempo y contar con control de calidad suficiente.
- El supervisor espera que toda evaluación de los fondos incluya un juicio sobre la calidad de la gestión de riesgos realizada por el gestor de fondos, y las normas y criterios de conducta observados.

Experiencia internacional

Unión Europea:

Actualmente, las reglas que regulan la gestión de los fondos de inversión en la Unión Europea se encuentran en las Directivas 2010/43/UE y 2009/65/CE. Dichas reglas pueden agruparse en tres grandes grupos: el respaldo patrimonial del gestor, requerimientos organizacionales y requisitos de gerencia y gobierno corporativo.

En relación con el respaldo patrimonial del gestor, la normativa requiere que los gestores de inversiones cuenten con un capital mínimo inicial para operar. Adicionalmente, se pide que aquellos gestores que tengan activos bajo manejo que superen un umbral determinado deberán incrementar su capital en función del volumen de dichos activos hasta llegar a un máximo regulatorio .

Respecto a requerimientos organizacionales, la regulación exige que las sociedades que gestionen OICVM cuentan con una estructura organizacional y capacidad operativa que le permita a la sociedad una adecuada gestión de riesgos. En este sentido, la regulación incluye reglas asociadas a la manera como los gestores deben contar con (i) procedimientos adecuados para la toma de decisiones y la estructura de la organización, tanto a nivel de funciones y responsabilidades, como a nivel de documentación (ii) herramientas para garantizar que el personal conozca los procesos que deban aplicarse para el ejercicio de sus funciones (iii) mecanismos adecuados de control interno , (iv) procesos de rendición de cuentas y comunicación de información, (v) un adecuado sistema de registro , (vi) condiciones para mantener la confidencialidad de la información , (vii) políticas de continuidad del negocio , (viii) un área permanente de cumplimiento , (ix) un área permanente de auditoría interna y (x) un área permanente de gestión de riesgos .

Respecto a reglas de gobierno corporativo, las directivas establecen requisitos y responsabilidades atribuibles a las personas que dirijan la actividad de la sociedad de gestión, así como la necesidad de que exista una adecuada alineación de incentivos en la manera como se efectúa la remuneración de la sociedad gestora. Así, la operación de las gestoras de inversión está supeditada a que:

- i. las personas que dirijan efectivamente la actividad de la sociedad estén altamente calificadas para gestionar el tipo de esquema de inversión administrado por la sociedad gestora, y
- ii. (que los altos directivos sean los responsables de la aplicación de la política general de inversiones que se defina , supervisar la aprobación de las estrategias de inversión aplicadas sobre los fondos gestionados , evaluar la efectividad y ajustar periódicamente las estrategias de inversión, el procedimiento interno para la adopción de decisiones de inversión (a fin de garantizar que respondan a las estrategias de inversión que se hayan aprobado) y la gestión de riesgos , y de recibir periódicamente reportes en relación con el control interno, el cumplimiento normativo, los procedimientos de inversión y la gestión de riesgos .

Estados Unidos:

La industria estadounidense de administración de activos de terceros es un referente a nivel global, representando 48.6 billones de dólares, de un total de 103.1 billones globales para el 2020. De acuerdo con Loist & Petrag (2006), la Securities Exchange Commission de los Estados Unidos le atribuye el éxito de la industria, entre otras cosas, al esfuerzo conjunto entre autoridades y participantes del mercado en crear un sistema de reglas que brindara de integridad a la industria, reglas que quedaron plasmadas en el Investment Company Act y el Investment Advisers Act, ambos de 1940. En este sentido, una revisión del marco regulatorio estadounidense puede brindar información relevante acerca de los aspectos que podrían considerarse al momento de determinar las condiciones que deben cumplir los gestores de fondos de capital privado o fondos de deuda privada para poder ser receptores de recursos pensionales.

De la regulación estadounidense, es posible destacar tres consideraciones importantes en la forma como se regulan los riesgos de inversión y administración para los inversionistas de fondos de inversión: gobernanza, revelación de información y reglas para la junta del fondo.

En cuanto a las reglas de gobernanza que regulan los procesos de inversión, se encuentran las disposiciones que regulan la manera en que se deben efectuar las operaciones entre las partes relacionadas con el fondo de inversión, y las reglas para la administración de conflictos de interés entre los inversionistas del fondo y las partes intervinientes en la operación del esquema de inversión.

En materia de revelación de información, la SEC (en su rol de entidad supervisora de la industria) destaca la importancia de contar con un marco de supervisión dinámico que le permita revisar y modificar permanentemente los requerimientos de información que se exige a las entidades.

Finalmente, se encuentra la importancia que le da la regulación a la “junta del fondo” como órgano máximo órgano directivo y de supervisión del fondo. A diferencia de un Comité de Inversión o a la junta directiva del gestor, ambos órganos que forman parte de la sociedad gestora y no del fondo, en Estados Unidos los miembros de la junta son parte de un órgano que pertenece al fondo, no al gestor. Ahora, el que la junta no sea parte del gestor no quiere decir que el gestor no forme parte de la junta. En efecto, bajo el esquema estadounidense es usual que una parte de la junta esté compuesta por miembros relacionados con el gestor.

Australia

El estándar prudencial SPS 510 define requerimientos para la gobernanza de las licencias de entidades de jubilación registrable (RSE por su sigla en inglés). Plantea como objetivo “asegurar que las operaciones de la RSE son gestionadas de forma adecuada y prudente por una Junta competente, que pueda emitir juicios razonables e imparciales en interés de los beneficiarios”.

El proceso de selección de las inversiones debe asegurar que la RSE tiene suficiente entendimiento de la inversión seleccionada y conocimiento de los factores que tengan impacto en el logro de los objetivos de inversión. Además, la RSE debe tener suficiente entendimiento del desempeño esperado de la inversión bajo escenarios de estrés. Para cada inversión la RSE debe determinar medidas de desempeño relativo y que las personas que los apliquen sean operativamente independientes de los responsables de hacer las inversiones. Finalmente, la estrategia de inversión se debe revisar junto con sus objetivos de inversión al menos una vez al año.

El Supervisor australiano espera que la debida diligencia de una inversión incluya, como mínimo:

- la industria en la que opera la inversión y el ambiente de mercado actual;
- el desempeño proyectado de la inversión;
- la identificación de los factores de riesgo a los que la inversión está potencialmente expuesta;
- la metodología de valoración de la inversión;
- cuando la inversión implique fondos no listados: i) la estructura de propiedad, incluyendo información sobre la composición de la junta y el personal directivo superior; ii) el plan de negocios de la organización; iii) el análisis financiero de cualquier mercado privado de la inversión; y iv) cualquier compromiso futuro requerido y cualquier periodo de bloqueo, incluidas restricciones sobre la capacidad de salida de la inversión.

La RSE debe demostrar un análisis adecuado para la selección de un posible gestor de inversiones. Prevé que el acuerdo establezca parámetros y limitaciones de inversión que determine la RSE, así como normas de desempeño y puntos de referencia. Como mínimo debe considerar:

- la estrategia de inversión y el enfoque a la composición del portafolio de inversión;
- cómo se gestiona la inversión, incluyendo la administración de los factores de riesgo de inversión y mercado;
- el enfoque, calidad y alcance de la investigación, la debida diligencia y los procesos de inversión, incluidos los conocimientos especializados del personal de inversión clave;
- trayectoria de rendimiento anterior y rendimiento futuro esperado determinados por medidas de riesgo y retorno a lo largo de varios ciclos del mercado;
- los mecanismos de gestión de los riesgos de inversión existentes y la calidad y puntualidad de la información sobre el riesgo de inversión;
- la calidad y puntualidad del proceso de valoración, seguimiento e información de las inversiones, incluidas las *downstream investments*;
- el enfoque, la metodología y frecuencia para revisar, analizar y comunicar los resultados de los stress test;
- el enfoque y la calidad de los acuerdos de gestión de liquidez; y
- los sistemas, políticas y procesos existentes para supervisar y gestionar las exposiciones al riesgo operativo.

Adicionalmente, una licencia RSE prudente debe realizar una evaluación de riesgo cuando este evaluando una inversión o un gestor incluyendo:

- identificación de los factores de riesgo;
- evaluación y medición de los factores identificados, incluido el impacto potencial en las fuentes de rendimiento de las inversiones;
- las estrategias de mitigación existentes, y cómo serán monitoreados y reportados los riesgos, y
- cuando evalué riesgos potenciales en la estrategia, la RSE debe considerar los riesgos que surgen de factores tales como: i) volatilidad – el nivel de movimiento de una inversión; ii) caída máxima histórica – una medida de la mayor disminución del valor de la inversión; iii) riesgo secuencial - el riesgo de que el calendario de los rendimientos de una opción de inversión afecte negativamente a los beneficiarios durante un período crítico de su horizonte de inversión; iv) riesgo de inflación – el riesgo de que los retornos de la inversión no son suficientes para mantener el poder adquisitivo; v) riesgo de cola - probabilidad de ocurrencia de un evento de riesgo de baja probabilidad y alto impacto.