

DOCUMENTO TÉCNICO

Reglamentación de la Ley 2112 de 2021 y otras disposiciones.

Derenis López Meza^a, Camila Gamba-Tiusabá^a y Daniel Quintero Castro^b

a. Asesores b. Subdirector.

Subdirección de Regulación Prudencial

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

Documento de trabajo

Resumen

La Ley 2112 de 2021 dispuso la obligación de inversión de un mínimo del 3% de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias en fondos de capital privado y/o 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, y las políticas de regulación por principios y criterios, y de convergencia a estándares internacionales, adoptadas en los últimos años por el Gobierno nacional para el sector financiero, y acogiendo 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 los fondos de capital privado y/o deuda privada y al gestor profesional de estos, relacionadas con solidez patrimonial, trayectoria profesional, capacidad operativa y organizacional, gobernanza y divulgación de información.

Además, en el marco de esta iniciativa se busca armonizar las condiciones de inversión en activos alternativos del exterior, que incluyen a los fondos de capital privado, a través de la flexibilización de los límites de inversión previstos en el numeral 9 de los artículos 2.6.12.1.6, 2.6.12.1.7 y 2.6.12.1.8 del Decreto 2555 de 2010.

Contenido

1.	INTRODUCCIÓN	3
2.	CONTEXTO	4
2.1.	Marco normativo y facultades reglamentarias	4
2.2.	Base para la inversión de recursos pensionales en los fondos de capital privado y/o deuda privada	5
2.3.	Principio de profesionalidad	5
3.	EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y LOCAL.....	6
3.1.	Criterios aplicables al gestor	6
3.2.	Criterios aplicables al fondo de capital privado y/o deuda privada.....	9
4.	PROPUESTA NORMATIVA	9
4.1.	Profesionalidad	10
4.2.	Valor de inversión	10
4.3.	Aspectos mínimos a considerar en la política de inversión.....	13
4.4.	Flexibilización del límite en activos alternativos del exterior	15
4.5.	Régimen de transición.....	15
5.	COMENTARIOS.....	15
5.2.	Comentarios que ameritan aclaraciones	16
5.3.	Comentarios no acogidos.....	18
6.	BIBLIOGRAFÍA	20

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. El artículo 2 de dicha ley dispuso la obligación de inversión de un mínimo de recursos pensionales en fondos de capital privado y/o 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.

Para el cumplimiento de estas disposiciones, la Ley 2112 de 2021 otorgó facultades reglamentarias al Gobierno nacional, potestad que es relevante armonizar con el esquema regulatorio que se ha planteado para el sector financiero en los últimos años de convergencia a regímenes de inversión basados en el principio de persona prudente. 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), orientada a una adecuada diversificación y evitando una excesiva toma de riesgos. Un primer avance de este esquema para el régimen de inversión de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFPs) se materializó con la expedición del Decreto 1393 de 2020.

Para las 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 las justificaciones técnicas y antecedentes de la propuesta de reglamentación de la Ley 2112 de 2021, así como de la armonización de condiciones de inversión en activos alternativos, incluidos los fondos de capital privado, mediante la flexibilización del límite de inversión en activos alternativos ubicados en el exterior. Lo anterior, se expone en las siguientes cinco secciones, incluyendo esta introducción: la sección dos presenta el contexto y antecedentes normativos a considerar para la elaboración de dichas propuestas; en la sección tres se identifican y analizan las recomendaciones, buenas prácticas y estándares internacionales aplicables al caso colombiano; en la cuarta sección se expone el alcance y contenido propuesta normativa; y, por último, la quinta sección recoge los comentarios recibidos en la etapa de consulta.

¹ Artículo 1 de la Ley 2112 de 2021

2. CONTEXTO

La propuesta regulatoria a la que acompaña el presente documento técnico surge de la reciente expedición de la Ley 2112 de 2021. Para su construcción se tienen en cuenta, entre otros aspectos, los antecedentes constitucionales y legales aplicables en la materia, y 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 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 se cumplirá la inversión de recursos prevista en el artículo 2 de la Ley 2112 de 2021. Para el efecto, es necesario considerar los siguientes elementos previstos en el marco normativo vigente:

- 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 exige lograr la mayor tasa de reemplazo para los afiliados, en un marco de solidaridad respecto de los demás habitantes².

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.

- 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 y/o deuda privada

Conforme lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 100 de la Ley 100 de 1993, modificado por el artículo segundo de la Ley 2112 de 2021, el mínimo de un 3% de los “recursos del sistema” que deben dirigirse a la inversión en fondos de capital privado y/o deuda privada, corresponde al porcentaje sobre base de inversión. En consecuencia, este mínimo exigido por la ley será la base de inversión que se fije en la reglamentación.

2.3. Principio de profesionalidad

En los últimos años, el Gobierno nacional ha impulsado una revisión integral del marco normativo aplicable a las entidades financieras 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 flexibilizó múltiples límites de inversión (particularmente para aquellos denominados activos alternativos) y 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 exige para las AFPs deberes, como la diversificación, la obligatoriedad de una política de inversión, administración, 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 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 sus inversiones, incluyendo las que se realicen en fondos de capital privado y/o deuda privada dispuestas en la Ley 2112 de 2021, para que estén alineadas con los principios de seguridad y diversificación que rigen la asignación estratégica de activos. A esto 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.

Esta flexibilidad debe estar acompañada de un marco regulatorio que establezca los principios o criterios mínimos que se deben observar para establecer las condiciones de inversión. Al respecto, la literatura y la experiencia internacional permiten identificar lineamientos a considerar para establecer la integridad de los fondos de capital privado y/o deuda privada y sus gestores.

3. EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y LOCAL

Para definir los criterios aplicables para el cumplimiento de la inversión mínima en fondos de capital privado y/o deuda privada, se revisó la regulación de Estados Unidos, la Unión Europea y Australia, así como 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 (SFC).

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 un capital mínimo inicial para operar. Además, se sigue una regla variable para que aquellos gestores que tengan activos bajo manejo que superen un umbral determinado deban 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. Esta evaluación de desempeño debe incluir la forma en que se efectúa la valoración del fondo y un posible análisis del historial de la gestión, e incluye elementos tales como: metodología utilizada, validación y procedimientos *backtesting*. También se incluye una evaluación de aspectos fiscales y legales de las inversiones bajo consideración.

La SFC identifica como una buena práctica la evaluación del gestor profesional por parte de la AFP y que se tenga en cuenta 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) requisitos para 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, y 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*.

3.1.3. Prácticas de gobierno corporativo

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.”

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: a) 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 b) los altos directivos sean los responsables de: i) la aplicación de la política general de inversiones; ii) supervisar la aprobación de las estrategias de inversión aplicadas sobre los fondos gestionados; iii) 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 iv) se 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, 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 quiera 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 otra. Finalmente, en la evaluación de los procesos se tiene en cuenta la organización del fondo de inversión, y los procesos operativos y de gestión de riesgos, de inversión y aquellos relacionados con cualquier tipo de tercerización, incluido el uso de sistemas adecuados y la disponibilidad de planes de contingencia.

De otro lado, la SFC recomienda que, como parte del proceso de debida diligencia, la AFP indague las políticas de gestión de riesgos para la administración del respectivo fondo y como estos son gestionados, en particular el *compliance* del riesgo operativo. 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.

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. 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.

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.

En Australia, las RSE deben demostrar un análisis adecuado para la selección de un posible gestor de inversiones, teniendo en cuenta la calidad y puntualidad del proceso de valoración, y el 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 y/o deuda privada

3.2.1. Prácticas de gobierno corporativo

En la regulación estadounidense la “junta del fondo” actúa como máximo órgano directivo y de supervisión del fondo, y 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%. También se establece que: a) la selección y nominación de miembros independientes esté a cargo de los mismos miembros independientes; b) un miembro independiente sea quien presida las reuniones de junta y cuente con las atribuciones que usualmente tendría el presidente de la junta directiva de un ente societario; y c) 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”. 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, y 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 los anteriores estándares y buenas prácticas, y en línea con el esquema regulatorio por principios que ha venido incorporando el Gobierno nacional en los últimos años, es posible establecer los criterios generales que deberían cumplir los fondos de capital privado y/o 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 cual implica dos aspectos fundamentales:

- a) La inversión por parte de las AFPs se encuentra condicionada al cumplimiento de los criterios mínimos y requisitos previstos en la propuesta normativa.
- b) Corresponde a las AFPs desarrollar en sus políticas de inversión tales criterios.

Para ello, es importante tener en cuenta que:

- En todo caso, para las inversiones en fondos de capital privado y/o deuda privada deben cumplirse también las reglas de inversión y funcionamiento que aplican a las AFPs y a los fondos de capital privado.
- La obligación de inversión aplicará siempre y cuando dichas inversiones cumplan con lo previsto en la iniciativa regulatoria. Y en caso que las inversiones en Fondos de capital privado y/o deuda privada se encuentren por debajo del mínimo de inversión del 3% de la base de inversión, debido a una insuficiente oferta de mercado que cumpla con los requisitos previstos en el decreto, existe un deber de

las AFPs de presentar un análisis técnico que soporte la decisión de inversión o no inversión en los fondos de capital privado y/o deuda privada, así como la debida diligencia y gestión en la búsqueda de oportunidades de inversión, acompañado de una estrategia que posibilite alcanzar dicho porcentaje mínimo de inversión.

Conforme lo anterior, el proyecto de decreto al que acompaña el presente documento técnico contiene los siguientes elementos:

4.1. Profesionalidad

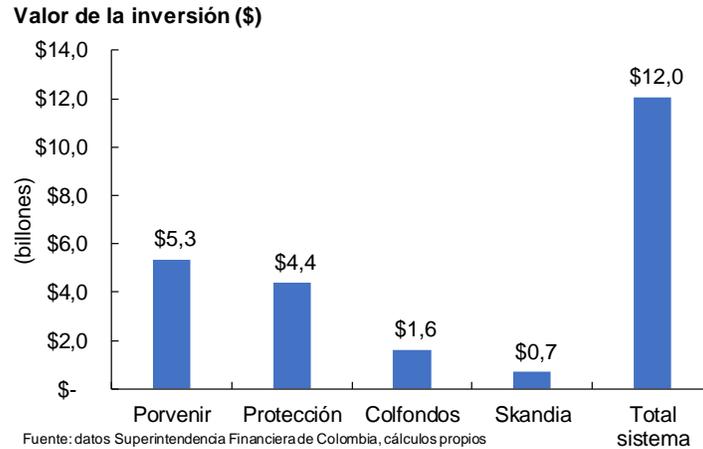
En línea con el deber de profesionalidad, definido en el artículo 2.6.13.1.9 del Decreto 2555 de 2010, las AFPs deben actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente. Lo anterior implica que la administración e inversión de los recursos de los fondos de pensiones 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 y/o deuda privada locales y del exterior, es el valor resultante de la suma de los recursos del Fondo Moderado, el Fondo de Mayor Riesgo y el Fondo de Retiro Programado, y que, para efectos de la inversión, las AFPs deberán acoger los límites globales previstos para cada tipo de fondo. Estas consideraciones responden a la evaluación realizada para la autorización de inversiones de cada fondo de acuerdo con el perfil de riesgo de cada uno de ellos, su duración y finalidad, conforme lo actualmente previsto en el Decreto 2555 de 2010.

Como se indica en la siguiente gráfica, se estima que a 2023, año de inicio de implementación de la Ley 2112 de 2021, los recursos del sistema sujetos a inversión ascenderán a \$12 billones, de los cuales a Porvenir le corresponderían \$5.3 billones, a Protección \$4.4 billones, a Colfondos \$1.6 billones y a Skandia \$0.7 billones.

Gráfico 1 Proyección de la inversión mínima a 2023³



Para el cómputo se tiene en cuenta el peso que representan las inversiones en empresas y proyectos productivos en Colombia como activos subyacentes de los fondos de capital privado y/o deuda privada. Para el efecto, se entenderá como activo en Colombia aquel cuya actividad económica principal se desarrolle en el país.

Por otra parte, teniendo en cuenta las excepciones de inversión previstas en la Ley 2112 de 2021, las cuales no se computan en el porcentaje mínimo de inversión, el proyecto de decreto señala que no se considerarán las inversiones que los fondos de capital privado y/o deuda privada realizan en empresas extractivas del sector minero energético, así como en entidades vinculadas o aquellas que pertenezcan al mismo grupo económico o conglomerado financiero de la respectiva AFPs, excepto cuando se trate de inversiones en fondos de capital privado y/o deuda privada que destinen al menos dos terceras (2/3) partes de los aportes de sus inversionistas a proyectos de infraestructura.

Frente a este último punto el proyecto de decreto, conforme a lo previsto en el inciso segundo del artículo 100 de la Ley 100 de 1993, dispone que se tendrán en cuenta los proyectos de infraestructura que sean estructurados bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas (APP) descrito en la Ley 1508 de 2012 y/o bajo esquemas diferentes, en lo cual quedarán comprendidos los proyectos previstos en el subnumeral 1.10 del artículo 2.6.12.1.2. del Decreto 2555 de 2010, esto es, aquellos que se estructuren bajo un esquema diferente a las Asociaciones Público Privadas (APP) descrito en la Ley 1508 de 2012. De esta manera, se reconoce el régimen de inversiones para AFPs previsto en el Decreto 2555 de 2010, en el que ya se encuentran disposiciones que regulan la inversión en este tipo de proyectos; para ello, debe tenerse en cuenta que, en todo caso, para este tipo inversiones aplicarán las condiciones previstas en dicho subnumeral 1.10. y, en general, aquellas disposiciones que apliquen en la materia conforme la normatividad vigente.

Para el efecto y con alcance para la propuesta normativa, se presenta una definición de empresa extractiva del sector minero energético, que recoge elementos de la “Iniciativa

³ La información corresponde a una proyección a dos años del valor del fondo desde noviembre de 2021, con una tasa de crecimiento del anual del 12 %, tomada del promedio de las tasas de crecimiento anuales de los últimos cinco años anteriores a 2020.

para la Transparencia de las Industrias Extractivas” (EITI), conforme la cual los sectores que componen estas industrias son el de hidrocarburos y el minero. De esta manera, la definición que contempla la propuesta normativa comprende la exploración, explotación y producción de recursos no renovables del suelo, sin abarcar la generación de energía por medios renovables.⁴

Dicha propuesta contó con la revisión del Ministerio de Minas y Energía, entidad que aclaró los siguientes aspectos: a) en relación con el sector de minerales, la Ley 685 de 2001, por medio de la cual se expidió el Código de Minas, hace referencia a la exploración técnica y explotación de los recursos mineros y; b) en cuanto al sector de hidrocarburos, este comprende el petróleo y el gas, cuya regulación es diferente a la establecida para la exploración y explotación de minerales, y se debe tener en cuenta que, conforme a lo previsto en el Código de Petróleos, Ley 1056 de 1953, se hace referencia a una industria cuya actividad es la “exploración y explotación de hidrocarburos”.

Para el cómputo de los compromisos, las AFP deberán definir una senda decreciente del porcentaje de compromisos que aplicará para cada fondo de capital privado y/o deuda privada siguiendo las siguientes reglas: a) Dentro de los tres años siguientes al compromiso inicial el porcentaje máximo con el que computarán los compromisos no podrá ser mayor al 60 % del valor total de compromisos realizados en cada uno de los Fondos de capital privado y/o deuda privada en que invierte la respectiva AFP. b) En adelante y hasta el séptimo año, el porcentaje se reducirá gradualmente de acuerdo con la senda que defina la AFP. c) A partir del séptimo año los compromisos no harán parte del cómputo para la inversión mínima.

Las anteriores reglas tienen en cuenta que, como se indica en el documento “Industria de Fondos de Capital Privado en Colombia” (ColCapital & EY, 2020) se estima que en Colombia el promedio de duración de un fondo es de 14 años. Sin embargo, algunos fondos, como los de infraestructura, los inmobiliarios y los de recursos naturales pueden durar mucho más, y los fondos de adquisición/crecimiento, impacto y capital emprendedor pueden durar 10 años. Por otro lado, los fondos realizan, en promedio, llamados de capital a partir del primer año de funcionamiento y, con una alta probabilidad, la mayoría de los llamados de capital los realizan antes del quinto año de funcionamiento.

⁴ En el siguiente enlace: <https://eiticolombia.gov.co/es/informes-eiti/informe-2020/cadena-valor/>, se indica que “la cadena de valor del sector extractivo está conformado por todas aquellas actividades económicas que ocurren durante la transformación industrial de los recursos naturales no renovable -hidrocarburos y minerales”.

En la caracterización de la industria extractiva que realiza la EITI (ver el siguiente enlace: <https://www.eiticolombia.gov.co/es/informes-eiti-old/informe-2016/marco-institucional/caracterizacion-de-la-industria-extractiva-en-colombia/>), se indica que en “Colombia, la industria extractiva hace parte del sector minero energético, aspecto que se encuentra sustentado en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2014-2018. Así mismo, dicha industria se compone de dos grandes subsectores: hidrocarburos (petróleo y gas) y minería (carbón, hierro, ferróniquel, oro, esmeraldas, materiales de construcción, entre otros).”.

Esta iniciativa es reconocida en el documento POLÍTICA MINERA DE COLOMBIA. Bases para la minería del futuro. Ministerio de Minas y Energía (2016), Página 24, como una fuente de producción de “información para el conocimiento de la realidad del sector minero y de su importancia a nivel nacional y regional”, lo cual se puede consultar en el siguiente enlace: <https://www.minenergia.gov.co/documents/10180/698204/Pol%C3%ADtica+Minera+de+Colombia+final.pdf>.

Por su parte, en la Guía para la incorporación de la dimensión minero energética en los planes de ordenamiento departamental, elaborada por Minenergía en 2019 (https://www1.upme.gov.co/simco/Cifras-Sectoriales/EstudiosPublicaciones/Guia_upme-sme_en_pod.pdf) se indica que el sector minero energético “Es un sector que corresponde a las actividades primarias de la economía, basadas en el aprovechamiento de las energías y de los recursos naturales no renovables. Institucionalmente comprende todas las empresas y entidades relacionadas con las actividades minero energéticas. El Sector Minero Energético está conformado por los subsectores de energía eléctrica, minería e hidrocarburos.”. Página 11.

De la información de los fondos de capital privado que fue revisada para la construcción de la propuesta normativa, se evidenció que estos fondos; i) realizan, en promedio, llamados de capital a partir del primer año de funcionamiento; ii) con una alta probabilidad, realizan el 45 % de los llamados de capital antes del tercer año; y iii) la mayoría de los llamados de capital los realizan antes del quinto año de funcionamiento.

En ese sentido, el plazo máximo para contar los compromisos, establecido en siete años, resulta consistente, e incluso mayor, con el período promedio en que se realizan todos los llamados de capital por parte de los fondos. Para aquellas inversiones para las que el período de llamados no resulte suficiente, por el tipo y duración promedio del fondo, se puede solicitar a la SFC un plazo mayor para el cómputo de compromisos como quedó señalado en la propuesta; para ellos, las AFPs deben presentar, además de la justificación técnica de la solicitud, una senda decreciente y gradual del nuevo cómputo de compromisos y el período máximo en el computarán. Dicha solicitud debe ser autorizada por parte de la SFC.

4.3. Aspectos mínimos a considerar en la política de inversión

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

4.3.1. Aspectos aplicables al gestor profesional

4.3.1.1. 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 y/o 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.

4.3.1.2. 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.

4.3.1.3. 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 y/o 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, así como contar con: un área permanente de cumplimiento normativo, un área permanente de auditoría interna y un área permanente para la gestión de riesgos.

4.3.1.4. 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. 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 y/o 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, y remuneración del gestor, sus directores y del personal estratégico del gestor.

4.3.1.5. 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. 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).

4.3.1.6. 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 y/o 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), y revelación de la estructura de gastos y comisiones, entre otros.

4.3.2. Aspectos aplicables al fondo de capital privado y/o deuda privada

4.3.2.1. 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, así como la remuneración del gestor, sus directores y el personal estratégico del gestor.

4.3.2.2. 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 y/o deuda privada que incluyan las prácticas ambientales, sociales, de gobierno y climáticas.

4.4. Flexibilización del límite en activos alternativos del exterior

El límite para inversión en activos alternativos en el exterior se definió en el Decreto 1393 de 2020 como un mecanismo para irrigar recursos de los inversionistas institucionales en activos ubicados en Colombia y en las jurisdicciones que hacen parte de la Alianza del Pacífico, a través de los vehículos que hacen parte de las inversiones alternativas y con el fin de promover la recuperación económica local.

Con la expedición de la Ley 2112 de 2021, la cual estableció una inversión mínima en los fondos de capital privado y/o deuda privada que inviertan en empresas o proyectos productivos en Colombia, se logra un propósito similar.

El cómputo de las inversiones que realicen los fondos de capital privado y/o deuda privada en empresas o proyectos productivos en Colombia permitiría atraer inversiones por parte de fondos ubicados en otras jurisdicciones. Esto justifica que conjuntamente se flexibilice el límite de inversión en activos alternativos ubicados en el exterior de manera que, conforme las políticas de inversión que definan las AFPs para inversión en activos alternativos, se promuevan y faciliten estrategias de inversión en activos ubicados en Colombia no solo para fondos de capital privado locales sino también del exterior.

En este sentido, en línea con la armonización de las condiciones de inversión en activos alternativos, incluidos los fondos de capital privado, se propone flexibilizar el límite de inversión en activos alternativos ubicados en el exterior, definidos para el Fondo moderado, el fondo de mayor riesgo y el portafolio de cesantías de largo plazo, a través de la derogatoria del porcentaje máximo para la inversión en los activos alternativos previsto en el numeral 9 de los artículos 2.6.12.1.6, 2.6.12.1.7 y 2.6.12.1.8 del Decreto 2555 de 2010 .

Finalmente, esta flexibilización va en línea con las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales (2019), las cuales señalaron la necesidad de que la administración de los recursos del sistema se ajuste a los principios de persona prudente, lo cual implica dotar de mayor autonomía en el manejo de los límites establecidos para los regímenes de inversión de las AFP, teniendo en cuenta en todo caso los perfiles de riesgo y objetivos de los portafolios administrados.

4.5. Régimen de transición

Para la implementación de la propuesta normativa se plantea un término de nueve (9) meses para que las AFPs realicen las modificaciones que requieran sus políticas de inversión, procedimientos internos, reportes de información y demás instrumentos.

5. COMENTARIOS

El proyecto de decreto fue publicado para comentarios en las páginas web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y de la URF, entre el 27 de enero y el 16 de febrero de 2022. En esta fase se recibieron comentarios de Asofondos, Asofiduciarias, Titularizadora, Bolsa de Valores de Colombia y Posse Herrera Ruiz. A continuación, se relacionan los principales comentarios recibidos, junto con algunas observaciones de cada tema:

5.1. Comentarios acogidos (total o parcialmente)

- **Vehículo de inversión.** A) Se sugiere que el proyecto de decreto no limite, para el cumplimiento del porcentaje mínimo de inversión de las AFPs en fondos de capital privado y/o deuda privada, a vehículos únicamente domiciliados en Colombia. Que pueda ser un fondo constituido en otra jurisdicción. B) Frente a las inversiones que no deberán tenerse en cuenta dentro del cálculo, se sugiere excluir únicamente la porción de las inversiones que no corresponden a empresas colombianas y no la totalidad del Fondo de Capital Privado y/o deuda.

El proyecto de decreto es modificado para que, conforme el objetivo de la Ley 2112 de 2021 de promover el emprendimiento colombiano, se compute el activo subyacente, el cual debe corresponder a inversión en empresas o proyectos productivos colombianos, sin importar el domicilio en el que se constituye el fondo.

- **Fondos obligatorios de pensión que hacen parte de la base de cálculo de la inversión.** No queda claro por qué en la base para calcular el valor de la inversión en fondos de capital privado o fondos de deuda privada que inviertan en empresas o proyectos productivos en Colombia se excluyen el Fondo de Cesantía de Largo Plazo y el Fondo de Retiro Programado, los cuales de acuerdo con el régimen de inversión de las AFPs consagrado en el Decreto 2555 de 2010, están autorizados para invertir en este tipo de activos.

Para establecer los fondos que hacen parte de la base de cálculo para la inversión, se tendrán en cuenta dos criterios: a) de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 2112 de 2021 y los antecedentes descritos en su exposición de motivos, solo hacen parte de dicha base los fondos obligatorios pensión y, b) según el régimen de inversión de la AFPs previsto en el Decreto 2555 de 2010 pueden invertir en fondos de capital privado y/o deuda privada el fondo moderado, de mayor riesgo y retiro programado. En consecuencia, se modifica el proyecto de decreto para disponer que los recursos de estos tres fondos harán parte de dicha base de cálculo.

- **Vehículos de inversión.** Si bien los Fondos de Capital Privado inmobiliarios están dentro de la categoría de Fondo de Capital Privado, sería útil aclarar el alcance de los vehículos comprendidos dentro de la definición de Fondos de Capital Privado del proyecto de decreto.

No es necesario el listado taxativo de los diferentes tipos de Fondos de Capital Privado. Comprende todos los tipos fondos. Sin embargo, se suprime del proyecto de decreto la remisión al Libro 3 del Decreto 2555 de 2010, de manera que su concepto comprenda todos los tipos de Fondos de Capital Privado, incluso aquellos no previstos en dicho Libro.

5.2. Comentarios que ameritan aclaraciones

- **Base del cálculo de inversión.** Importante que el cálculo del 3% contemple el 100% del capital comprometido en todo momento, se sugiere para lograr este objetivo contemplar en la medición del límite el mayor valor entre: i) los compromisos iniciales, o ii) la suma del valor de las inversiones efectuadas en los fondos de capital privado y/o deuda privada que inviertan en empresas o proyectos productivos nacionales más los compromisos pendientes.

La AFPs deberán establecer en la política de inversión qué porcentaje de los compromisos se deben computar para el cumplimiento del límite, el cuál puede corresponder al total de la inversión mínima.

- **Profesionalidad de los Fondos de Capital Privado y/o deuda privada.** Exigir a estos vehículos que cumplan, por lo menos, con la carta de la Superintendencia Financiera de Colombia, correspondiente a las buenas prácticas para dichos vehículos e implementar los principios de la *Institutional Limited Partners Association- ILPA*, además de cualquier recomendación que expida la SFC en el futuro.

En línea con el esquema regulatorio por principios para régimen de inversión, y los principios de profesionalidad y persona prudente, el proyecto de decreto establece los criterios mínimos que las AFPS deben establecer en sus políticas de inversión y que debe cumplir el fondo y el gestor para que aplique la obligación de inversión mínima. El presente documento técnico expone en la parte de propuesta normativa un catálogo de elementos que ejemplifican la manera como se pueden desarrollar. Por otra parte, corresponderá a la SFC establecer el alcance las instrucciones que imparta para el efecto.

- **Profesionalidad del gestor.** Frente a aspectos aplicables al gestor profesional, incluir en la política de inversión criterios de *Track Record*, teniendo en cuenta que este concepto involucra los resultados en el desempeño de los fondos que haya administrado la persona.

Para este comentario aplica la respuesta anterior. Además, es preciso tener en cuenta que el criterio de *Track Record* queda cubierto como un aspecto mínimo a considerar en el elemento de "Trayectoria profesional" dispuesto en el numeral 1.2. del "Artículo 2.6.12.2.5. Condiciones de la política de inversión" del proyecto de decreto.

- **Cumplimiento del mínimo de inversión.** Se considera importante indicar explícitamente en el decreto, que, en el evento en que no se identifiquen oportunidades de inversión ajustables a las políticas de inversión, se entenderá que no se presenta un incumplimiento al régimen de inversiones.

En el segundo inciso del artículo 2.6.12.2.3 del proyecto de decreto se señala que la obligación de inversión aplica siempre y cuando dichas inversiones cumplan con lo previsto en la iniciativa. No obstante, se incorporaron en el parágrafo 2 del artículo 2.6.12.2.2 del proyecto de decreto reglas para que las AFPs presenten un análisis técnico que soporte la decisión de inversión o no inversión en los fondos de capital privado y/o deuda privada, así como la debida diligencia y gestión en la búsqueda de oportunidades de inversión, acompañado de una estrategia que posibilite alcanzar dicho porcentaje mínimo de inversión.

- **Régimen de transición.** Incluir en el régimen de transición, un periodo de exención en el que no se podrá sancionar a la AFP por el incumplimiento de límite mínimo de inversión en los FCP y/o de deuda privada, cuyo término inicie a contar a partir del día siguiente en que culmine el plazo para realizar las modificaciones a las políticas de inversión, procedimientos internos, reportes de información y demás instrumentos que requieran ajustes, de acuerdo a las disposiciones del Decreto, y por un periodo de dos años.

El plazo para el cumplimiento de la inversión mínima está previsto en la Ley 2112 de 2021, esto es, dos (2) años contados a partir de su expedición. También se debe tener en cuenta que el cumplimiento de la inversión mínima aplica siempre y cuando los fondos y las inversiones cumplan con las condiciones previstas en el proyecto de decreto, las instrucciones de la SFC y las políticas de inversión de las AFPs.

5.3. Comentarios no acogidos

- **Régimen de transición.** Establecer deber de instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, no con carácter potestativo, con el fin de que las entidades cuenten con todo el marco normativo aplicable para el cumplimiento del mínimo de inversión.

La norma puede entrar en vigencia con las instrucciones actualmente previstas en la Circular Externa 007 de 2021. Información apoyada en observaciones suministradas por la SFC.

- **Vehículos de inversión.** La expresión “Fondos de capital privado y/o deuda privada” que utiliza la Ley 2112 de 2021 para referirse a los vehículos de inversión a través de los cuales se fomenta el emprendimiento colombiano ¿cobija vehículos como titularizaciones, plataformas de financiación colaborativa, Fondos de Inversión Colectiva, entre otros.

No es el alcance de la Ley. Ley 2112 de 2021 se refiere exclusivamente a Fondos de capital privado y/o deuda privada, conforme lo previsto en la ley y su exposición de motivos.

- **Modificación a los límites de capital accionario de emisores.** Teniendo en cuenta que la iniciativa busca seguir desarrollando la regulación por principios, sin límites ni reglas, para el régimen de inversiones de las AFPs, es oportuno aprovechar la propuesta normativa para modificar el límite de concentración accionaria en un emisor previsto en el artículo 2.6.12.1.14 del Decreto 2555 de 2010.

No es procedente por unidad de materia. No corresponde a la temática del proyecto de decreto.

- **Definición de empresa.** Ampliar la definición prevista en el proyecto de decreto, la cual replica la definición del Código de Comercio, con el fin cubrir algunas actividades económicas u otras formas organizativas posibles que pueden ser objeto de inversión.

No se requiere la definición de empresa o proyecto productivo en Colombia dado que es una expresión que ya se utiliza en el régimen de inversiones de las AFPs, en el Decreto 2555 de 2010. El proyecto de decreto es modificado suprimiendo la definición de Fondos de Capital Privado y/o deuda privada que inviertan en empresas o proyectos productivos en Colombia.

- **Definición de empresa.** Especificar en la definición de empresa el concepto de “ingreso de fuente nacional”, pues puede tener distintas caracterizaciones en la legislación tributaria. Se proponen tomar el concepto establecido en el artículo 24 del Estatuto Tributario para efectos del impuesto sobre la renta y complementarios.

Conforme la respuesta anterior, al suprimirse la definición de Capital Privado y/o deuda privada que inviertan en empresas o proyectos productivos en Colombia, desaparece la expresión “ingreso de fuente nacional” y no se requiere hacer la aclaración.

- **Definición de Fondo de Capital Privado y/o deuda privada.** Hacer mención expresa a que entienden incluidos los compartimentos de fondos, en los términos del artículo 3.3.2.2.9 del Decreto 2555 de 2010.

Los compartimentos se entienden incluidos, aunque no se haga la mención expresa. En el marco regulatorio vigente aplicable para el régimen de inversiones de las AFP (Libro 3 de la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010) ya se hace referencia a los compartimentos de los FCP.

- **Oportunidad para validar requisitos de los activos subyacentes.** Señalar que los criterios para definir si los activos subyacentes corresponden a una empresa o proyecto productivo en Colombia, deben ser validados al momento de hacer las inversiones iniciales en el activo subyacente por parte del fondo de capital privado y/o deuda privada.

Teniendo en cuenta que sólo computarán los activos subyacentes en Colombia con que cuente el respectivo fondo, si estas participaciones cambian, afectará el porcentaje de cumplimiento del límite.

- **Régimen de transición.** Es importante dejar explícito en el decreto que se cobijan los recursos invertidos previos a la promulgación de la Ley.

Deberá verificarse que los recursos invertidos al momento de la expedición de la norma cumplan con las condiciones establecidas en el proyecto de decreto y con las condiciones que dispongan en la política de inversión. En esta política se deberán definir los criterios para que computen.

6. 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. 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 Pensiones Committee. (2006). OECD Guidelines on pension fund asset management. OECD.
- ColCapital & EY. (2020). Industria de Fondos de Capital Privado en Colombia, Reporte con cifras a diciembre de 2020.
- OECD Insurance and Private Pensiones 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 y/o 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.