

DOCUMENTO TÉCNICO

Simplificación del régimen de inversiones de los inversionistas institucionales

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

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

Subdirección de Regulación Prudencial, Unidad de Regulación Financiera.

Bogotá D.C., Colombia. Agosto de 2020.

Resumen

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

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

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

Tabla de contenido

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. ANTECEDENTES GENERALES	4
3. FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REGÍMENES DE INVERSIÓN	5
3.1. FONDOS DE DEUDA PRIVADA Y LÍMITE DE ACTIVOS ALTERNATIVOS	5
3.2. INVERSIONES EN ACTIVOS RESTRINGIDOS	9
3.3. LÍMITE DE COMPRA DE DIVISAS.....	10
3.4. LÍMITE POR EMISIÓN.....	11
3.5. BOCEAS	12
4. ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO	13
4.1. Políticas de inversión	13
4.2. Estándares de conducta	15
5. RÉGIMEN DE TRANSICIÓN.....	15
6. ANÁLISIS DE COMENTARIOS RECIBIDOS.....	15
7. BIBLIOGRAFÍA	43

1. INTRODUCCIÓN

Este año el sistema pensional vigente en Colombia cumple 27 años de funcionamiento. Su implementación vino acompañada de una regulación basada en reglas y cupos para los regímenes de inversiones de los recursos pensionales y de las cesantías. Surgieron como respuesta a los desafíos de desarrollar una nueva industria en la administración de activos de terceros, y una capacidad regulatoria asociada limitada. Casi tres décadas después, la industria de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantías ha podido desarrollarse y las capacidades regulatorias y de supervisión se han robustecido, motivo por el cual se considera procedente hacer una revisión sobre la pertinencia de una regulación poco flexible. Por conexidad y la relación entre industrias, se plantea que la evaluación debería extenderse al sector asegurador.

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

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

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

El presente documento se enmarca en una revisión integral que está adelantando la URF para llevar a cabo esta transición. Las propuestas consignadas en este documento son un primer avance de esta revisión. Así, el documento incorpora algunas propuestas de cambio normativo encaminadas a lograr una mayor flexibilidad en los regímenes de inversión. De

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

igual modo, dichas propuestas se acompañan de reglas adicionales de gobierno corporativo, encaminadas a reforzar la responsabilidad de las administradoras en el manejo de los recursos de terceros.

El resto del documento está organizado de la siguiente forma. La sección dos presenta los antecedentes generales que motivan la totalidad de las propuestas normativas. La sección tres explica las propuestas de norma encaminadas a lograr una mayor flexibilidad en la forma como las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización realizan la administración de sus inversiones. La sección cuatro explica las propuestas encaminadas a robustecer la manera en que estas entidades deben tomar decisiones respecto de la administración de sus fondos y portafolios. Finalmente, la Sección cinco presenta los comentarios recibidos al proyecto de decreto publicado a comentarios del público entre 25 de junio y el 10 de julio del presente año.

2. ANTECEDENTES GENERALES

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

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

La literatura especializada en la administración de recursos de terceros resalta la importancia que dichos regímenes deben basarse en una justificación temporal y que la regulación prudencial debería velar porque exista una transición hacia un esquema más flexible, a fin de evitar la existencia de capturas regulatorias (Ayala, 1999; Roldos, 2004). En esta misma línea, recientemente (Salamanca & et al., 2019) sugiere moverse hacia una asignación de reglas de hombre prudente en cabeza de las Administradoras, justamente con el ánimo de evolucionar del esquema planteado en la creación de los fondos de pensiones y los fondos de cesantías, pensado para una adecuada diversificación y para evitar una excesiva toma de riesgos.

Adicionalmente, existe una amplia literatura sobre los lineamientos para el desarrollo de regímenes pensionales que soportan la importancia de contar con reglas flexibles de inversión. Así, por ejemplo, en los lineamientos establecidos por la OECD (2006) para la administración de fondos de pensiones se recomienda evitar regulaciones tendientes a limitar la adecuada diversificación de los portafolios de inversión, que impidan la gestión

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

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

3. FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REGÍMENES DE INVERSIÓN

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

3.1. FONDOS DE DEUDA PRIVADA Y LÍMITE DE ACTIVOS ALTERNATIVOS

3.1.1. FONDOS DE DEUDA PRIVADA

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

Al respecto, se considera importante resaltar la evolución que ha tenido la industria de los Fondos de Capital Privado, de manera que hoy las publicaciones especializadas de la industria llevan a diferenciar entre los *Private Equity Funds* y los *Private Debt Funds*, enmarcándolos en todo caso dentro de la clase de activos internacionalmente conocida como alternativos ("*alternative investments*")². En consecuencia, esta evolución ha hecho

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

necesario que jurisdicciones con un régimen similar, como es el caso de Chile³, modifiquen sus regímenes para incorporar esta nueva realidad.

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

3.1.2. LÍMITE DE ALTERNATIVOS

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

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

Tabla 1. Límite por inversión en activos alternativos⁴

Tipo de fondo	Límite en 3.10*	Límite en FCP-APP**	Límite en FCP (nal. y ext.)***	Límite en alternativos****
Fondo moderado	-	5%	10%	20%
Fondo de mayor riesgo	-	7%	15%	25%
Portafolio de cesantías de largo plazo	-	5%	10%	20%
Compañías de seguros de vida	3%	5%	10%	25%
Compañías de seguros generales	1%	-	5%	10%

* El activo admisible 3.10 se refiere a “Bienes raíces productivos localizados en territorio colombiano”.

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

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

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

Si bien la regulación ha avanzado en permitir más oportunidades para asignar los recursos de manera más eficiente, los límites presentados en la tabla 1, en lo referente a inversión en FCP (nacionales y extranjeros) empiezan a restringir las inversiones, lo que podría estar indicando que encuentran mejores rendimientos para los portafolios, pero el cupo actual no

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

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

crece acorde a esa demanda por inversiones con mejor relación retorno riesgo y mejores niveles de diversificación.

Teniendo en cuenta lo anterior, la propuesta normativa tiene dos elementos a destacar. En primer lugar, se busca flexibilizar los límites definidos para algunos de los instrumentos clasificados como alternativos, que limitan la capacidad de las entidades para conformar un portafolio con las mejores inversiones disponibles en el mercado para este tipo de activos. De esta manera, la propuesta establece que sea la Junta Directiva de cada entidad quien apruebe los límites máximos para cada uno de los elementos que componen el conjunto de este tipo de inversiones. La definición de los límites por parte de las entidades deberá considerar todos los factores necesarios para una adecuada calibración del riesgo-retorno que, en todo caso, tenga en cuenta el objetivo de cada fondo de pensiones y portafolios de cesantías, su perfil de riesgo y su horizonte de inversión, entre otros.

En segundo lugar, y con el objetivo de limitar la exposición en instrumentos alternativos del exterior, se propone la creación de un límite para la suma de los activos ubicados en el exterior en que pueden invertir los esquemas de inversión clasificados como alternativos. En este orden, se computará dentro del límite el peso que representen los activos subyacentes a los esquemas colectivos, que estarían ubicados en el exterior. Siguiendo las recomendaciones de la Misión se propone que se consideren activos locales todos aquellos cuyo domicilio o ubicación se encuentre en alguna de las jurisdicciones que componen la Alianza del Pacífico. Se considera que un activo está ubicado en el exterior cuando la actividad económica principal no se desarrolle en alguna de las jurisdicciones que componen la Alianza del Pacífico. En todo caso, si la AFP, la entidad aseguradora o la sociedad de capitalización no puede verificar la ubicación o domicilio de los activos, se entenderá que se trata de activos ubicados en el exterior, teniendo en consideración que sobre este tipo de activos alternativos (i.e. los ubicados en el exterior) el decreto prevé con una exposición más restrictiva la permitida de manera general para los activos alternativos. De esta manera, se busca incentivar que en este tipo de inversiones alternativas las entidades busquen pactar obligaciones de reporte en cabeza de los gestores, las cuales permitirán que exista un mayor grado de transparencia.

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

Adicionalmente, en línea con la experiencia internacional revisadas⁵, la propuesta de flexibilización viene acompañada de una serie de elementos que las AFPs deben incluir dentro de sus políticas de inversión en relación con los procesos de inversión en activos alternativos. En efecto, el decreto establece que las políticas de inversión deberán contar con un capítulo en el que se desarrollen los límites prudenciales internos que cada AFP establezca para las inversiones en activos alternativos, la medición y controles internos para la gestión del riesgo financiero y el riesgo operativo asociados a este tipo de inversiones y los planes de acción frente a cualquier desviación con respecto a la máxima tolerancia al riesgo permitida.

Al respecto, en materia de infraestructura resulta importante anotar que la norma preveía un conjunto de disposiciones relacionadas con la financiación o inversión en activos emitidos, avalados o garantizados por la AFP, su matriz y las filiales y subordinadas de ambas, cuando dichas inversiones eran realizadas por fondos de capital privado de infraestructura con los aportes efectuados por la AFP. Dichas disposiciones buscan gestionar el potencial conflicto de interés que podría surgir de estas decisiones de inversión. La presente propuesta mantiene estas disposiciones, actualizando el lenguaje para incluir los conceptos de conglomerado financiero y las disposiciones propias de la reglamentación de la Ley 1870 de 2017, incorporadas al Decreto 2555 de 2010 a través de los Decreto 246, 774 y 1486 de 2018. Para tal efecto, las AFP deben contar con condiciones que mejoren los controles de riesgo y de gobierno para este tipo de instrumentos, aplicando de manera sistemática las normas en materia de regulación prudencial, asegurando el cumplimiento de los principios, lineamientos y disposiciones contenidos en la normatividad. Asimismo, tener en cuenta factores que influyen en el proceso de toma de decisiones como los comités de riesgos e inversiones destinados al apoyo eficiente de la toma de decisiones de la Junta Directiva buscando generar confianza a los afiliados, proporcionando un entorno de control y equilibrio necesarios para el cumplimiento eficiente de los objetivos de inversión. Igualmente, la propuesta expresamente indica que inversiones en proyectos de infraestructura estructurados bajo esquemas diferentes a aquellos estructurados bajo el esquema de Asociaciones Público-Privadas (APP), efectuadas a través de fondos de capital privados, deben contar con criterios de idoneidad y financiación adicionales que mejoren las condiciones de retorno ajustado por riesgo de los afiliados a la AFP

Frente al régimen de inversión de las entidades aseguradoras y sociedades de capitalización, incorpora varias de las propuestas de flexibilización respecto del límite máximo de inversiones en activos alternativos y se eliminan ciertos sublímites para estas inversiones. Sin embargo, el régimen vigente mantiene ciertas diferencias respecto a situaciones donde se pueden presentar potenciales conflictos de interés, dado que el Decreto 1486 de 2018 introdujo disposiciones tendientes a gestionar y administrar estas

⁵ International Organization of Pension Supervisors. (2017). Supervision of pension investment management including non-traditional investment

situaciones únicamente para las AFP. La URF, dada la importancia que representan las entidades aseguradoras y sociedades de capitalización para el desarrollo del mercado de capitales, tiene contemplado revisar y actualizar las disposiciones relacionadas con la administración de los conflictos de interés dentro de su agenda normativa para el año 2020, en aras de incorporar estos avances normativos en este sector.

3.2. INVERSIONES EN ACTIVOS RESTRINGIDOS

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

3.2.1. Requisitos de calificación en fondos de inversión colectiva

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

En esta medida, la propuesta consiste en que los Fondos de Inversión Colectiva sean considerados como vehículos “transparentes” para efectos del cómputo de los límites para activos restringidos. La transparencia tendrá como efecto computar dentro de los límites de inversiones restringidas el peso que representen los activos subyacentes a los esquemas colectivos, que serían considerados activos restringidos en caso de que la inversión se hiciera de manera directa, siguiendo la máxima exposición permitida en este tipo de inversiones, según la política de inversión establecida en el reglamento del fondo de inversión colectiva. En todo caso, el inversionista institucional podrá implementar mecanismos para determinar la exposición real del fondo de inversión colectiva a las inversiones consideradas como restringidas, en cuyo caso el cómputo deberá hacerse con base en este mecanismo.

3.2.2. Requisitos de calificación para emisiones del Segundo Mercado

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

En esta medida, se propone eliminar de las inversiones restringidas las emisiones de valores que se efectúen en el segundo mercado sin calificación, así como dejar de exigir la calificación para que se considere admisible, dado que dicha exigencia desdibuja una de las distinciones más significativas entre las cargas que deben cumplir los emisores del

mercado principal de aquellas que se exigen en el segundo mercado. Por ende, la exclusión de emisiones no calificadas tiene el potencial de estar reduciendo el universo de activos que podrían contribuir a la construcción más eficiente de portafolios de inversión.

3.3. LÍMITE DE COMPRA DE DIVISAS

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

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

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

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

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

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

Tomando esto en consideración, se evaluó el desarrollo que ha tenido el mercado cambiario colombiano, a fin de determinar el peso que hoy representan los fondos de pensiones en el mercado cambiario. Sobre el particular, de conformidad con datos obtenidos de la Superintendencia Financiera de Colombia, es importante señalar que luego de la entrada de Colombia en el año 2013 al *Government Bond Index* de JP Morgan, la participación de actores internacionales en el mercado cambiario colombiano pasó a ser muy significativa y disminuyó la participación de los recursos de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado spot de USD/COP.⁶

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

3.4. LÍMITE POR EMISIÓN

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

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

Respecto de otras legislaciones, la mayoría de los países miembros de la OECD, particularmente aquellos que cuentan con sistemas basados en principios, no tienen definido en su normativa un límite explícito a la inversión en una emisión o en el patrimonio

⁶ En la actualidad, esta situación se hace más evidente, teniendo en cuenta que las AFP han estado operando sin este límite y no se presentaron incrementos significativos en las operaciones realizadas por las AFP y no se ha registrado una afectación del nivel y la tendencia de la tasa de cambio.

de un fondo de inversión. No obstante, algunas legislaciones mantienen un límite de concentración por emisor.

En contraste, se encuentra que países latinoamericanos que siguen una tradición del establecimiento de límites restrictivos en sus regímenes de inversiones aplican una regla similar a la que actualmente rige en el mercado colombiano. Así, por ejemplo, Chile aplica un límite a las administradoras de los Fondos de Pensiones del 35% por emisión, definido en el artículo 47⁷ del DL 3500 de 1980. Igualmente, la legislación de México⁸ prevé un tratamiento similar en el régimen de inversión aplicable a las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro.

En línea con las recomendaciones de la Misión, se propone eliminar el límite del 30% por emisión aplicable a los inversionistas institucionales, previsto en los artículos 2.6.12.1.13 y 2.31.3.1.10 del Decreto 2555 de 2010, sin perjuicio de los límites de concentración por emisor. Asimismo, se propone eliminar los límites de inversión en el patrimonio de los fondos de inversión colectiva cerrados y fondos de capital privado. La propuesta contempla que el límite máximo por emisión sea aprobado por la Junta Directiva, con base en las recomendaciones del Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos.

Con esta modificación se espera contribuir a:

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

3.5. BOCEAS

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

Se estima que este límite restringe el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias, restringiendo su autonomía en la decisión sobre el porcentaje máximo de

⁷ "Artículo 47.- (...)

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

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

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

⁸ "Vigésima cuarta. (...)

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

inversión en bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS). Por otro lado, se aplica de forma simultánea un límite a la propiedad accionaria.

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

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

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

4. ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO

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

4.1. Políticas de inversión

4.1.1. Atribución de funciones a las Juntas Directivas

Varias de las propuestas de norma encaminadas a flexibilizar los regímenes de inversión vienen acompañadas de asignarle a las Juntas Directivas, de las respectivas entidades, la atribución de aprobar los niveles máximos de exposición que consideren tolerables dado su análisis de riesgo retorno, la duración de sus portafolios, la diversificación de las inversiones y demás criterios para la adecuada administración de los recursos.

Las Juntas Directivas de las entidades vigiladas son el órgano con funciones generales de definición de estrategia, supervisión de asuntos relevantes y el establecimiento de la arquitectura de control para el giro ordinario de las actividades de la entidad, en conjunto con la responsabilidad que se exige a un profesional en la administración de recursos de la seguridad social y los recursos que respaldan las reservas técnicas.

Con esta premisa, se considera que, en el proceso de transición hacia esquemas más flexibles de inversión, las Juntas Directivas son las llamadas a cumplir con el rol determinante de aprobar la manera como estratégicamente deberán distribuirse y asignarse

los límites máximos a las inversiones, tomando en consideración los distintos elementos de juicio que un profesional diligente tendría en cuenta al momento de tomar estas decisiones.

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

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

4.1.2. Supervisión

Lógicamente, la transición hacia un régimen de inversiones que sigue la regla de la “persona prudente” debe estar acompañada de un cambio en la manera como se lleva a cabo la supervisión de la actividad de inversión que realizan las AFPs, las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización. En efecto, con el paso de un sistema estricto en reglas a uno que permite una mayor flexibilidad en la determinación de los portafolios de inversión, la supervisión debe disminuir el foco en el cumplimiento normativo de los límites regulatorios y adoptar un mayor énfasis en los riesgos asociados con políticas de inversión adoptadas por las entidades.

En línea con la intuición anterior, la experiencia internacional evidencia que en algunas jurisdicciones en las que se ha adoptado un régimen de la “persona prudente” el supervisor juega un papel importante en evaluar la adecuación de las políticas y lineamientos de inversión adoptados por las entidades⁹. En Australia, por ejemplo, la autoridad de supervisión tiene a su cargo la evaluación de las políticas adoptadas por los administradores de pensiones, incluido el proceso de implementación y monitoreo periódico¹⁰. De manera similar, en México el supervisor tiene la potestad de cuestionar al manual de políticas y procedimientos establecidos por los administradores de pensiones para la administración del riesgo financiero de activos alternativos¹¹.

Así, con ocasión a la flexibilización de límites que introduce la norma, el decreto prevé que ante una modificación de los límites aprobados por la Junta Directiva las entidades deberán tener a disposición de la Superintendencia Financiera de Colombia la justificación que responda a criterios técnicos relacionados con un análisis riesgo-retorno, el horizonte de tiempo de las inversiones, la situación del mercado, los costos asociados a las inversiones, las oportunidades para generar valor, la proyección actuarial del flujo del pasivo y demás

⁹ International Organization of Pension Supervisors. (2017). Supervision of pension investment management including non-traditional investment.

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Ibidem.

factores relevantes. Sin perjuicio de las facultades generales de supervisión y control con que cuenta esta entidad.

4.2. Estándares de conducta

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

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

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

5. RÉGIMEN DE TRANSICIÓN

Teniendo en cuenta los cambios propuestos y las modificaciones a las políticas de inversión, se considera conveniente establecer un régimen de transición para el cumplimiento de las nuevas disposiciones del régimen de inversiones.

Las administradoras de fondos de pensiones y cesantía, las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización deberán aplicar las disposiciones previstas en el presente decreto a más tardar dentro de los nueve meses siguientes a su entrada en vigencia. Para efectos de lo anterior, dentro de los seis meses siguientes a la entrada en vigencia del presente decreto, la Superintendencia Financiera de Colombia expedirá las instrucciones para su desarrollo.

6. ANÁLISIS DE COMENTARIOS RECIBIDOS

Dando cumplimiento a los procesos de transparencia y divulgación de información de la URF, el Proyecto de Decreto y el Documento Técnico que contienen la descripción de la reglamentación de los regímenes de inversiones de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantía, y de las reservas técnicas administradas por las entidades aseguradoras y sociedades de capitalización, fueron publicados en la página web de la www.urf.gov.co para recibir comentarios entre el 25 de junio de 2020 y el 10 de julio de 2020.

En virtud de lo anterior, la Unidad recibió comentarios de Ashmore, Asobancaria, Asobolsa, Asofondos, Blackrock, Brigard Urrutia, Bolsa de Valores de Colombia, Colcapital, Fasescolda, Financiera de Desarrollo Nacional, Global Seguros, Harbour Vest, PEI Asset Management, Seguros Bolívar, Sura IM, Titularizadora Colombiana, UPLI y el Banco de la República. A continuación, se relacionan los comentarios recibidos, clasificados por ejes temáticos:

Límite de Activos Alternativos		
Comentario	Se acoge	Motivación
Eliminar los límites destinados a la inversión en activos alternativos y que sea enteramente la AFP la que determine el porcentaje de los activos del Fondo que quiere invertir en cada uno de los tipos de activos aquí señalados.	Sí.	Se acoge el comentario de la ciudadanía. La modificación va en línea con la finalidad del proyecto de iniciar una transición hacia un sistema en el que predomine la regla de la persona prudente. Sin perjuicio de lo anterior, la Unidad considera necesario mantener el sublímite establecido como exposición máxima a los activos ubicados en el exterior.
Renombrar los activos del numeral 1.10 como “fondos privados”, y a su vez incluir las clasificaciones de “fondos de capital privado” o Private Equity, “fondos de deuda” o Private Debt, y fondos inmobiliarios o Real Estate Funds. Establecer sublímites independientes para cada una de estas categorías de inversiones: Private Debt (M 15%; MR 17.5%) y Private Equity (M 15%; MR 17.5%), Fondos de capital privado inmobiliario (Limite previsto por la AFP) FDN limite deuda y equity.	No.	Tomando en consideración lo expuesto en el Documento Técnico, el espíritu general que precede esta modificación regulatoria consiste en iniciar la transición hacia un régimen basado en el paradigma de la persona prudente. La inclusión de nuevos límites y reglas es algo que se aleja de este objetivo y solamente reforzaría la “coadministración” asociada al régimen draconiano que permea el régimen de inversiones actual. Los administradores de los recursos pensionales deben ser las entidades profesionales llamadas a construir sus portafolios de inversión de manera óptima, y por ende, la composición y exposición de las inversiones alternativas, de acuerdo con las distintas variables que tendría en cuenta un experto en la administración de recursos pensionales.

<p>Activos ubicados en el exterior, diferentes a la Alianza: se considera necesario que este tratamiento no sea solamente respecto de los activos catalogados como alternativos sino sobre todo activo susceptible de inversión por parte de los inversionistas institucionales.</p>	<p>No.</p>	<p>Los límites previstos para la exposición en el exterior no son restrictivos en ninguno de los fondos y reservas administradas. La Unidad no encuentra justificación suficiente para crear nuevas reglas que solamente reforzarían el paradigma draconiano (que esta modificación pretende empezar a cambiar), sin que exista una necesidad que explique el cambio.</p>
<p>Crear una disposición transitoria que contemple la posibilidad de otorgar a los inversionistas institucionales la opción de invertir un porcentaje adicional temporal al límite establecido para activos alternativos en fondos de capital privado, fondos inmobiliarios o fondos de infraestructura que tengan como destino de inversión Colombia / Alianza del Pacífico. Específicamente sugerimos un límite adicional del 3% por los años del periodo de reactivación económica.</p>	<p>No.</p>	<p>La finalidad y objetivo de los recursos pensionales derivan de un mandato constitucional en el sentido de ser parte del servicio público de la seguridad social, el cual deberá ampliarse de manera progresiva y cuyos recursos no podrán ser utilizados para fines distintos a ella. En esta medida, el sentido de la regulación prudencial debe estar encaminado a crear reglas que les permitan a los prestadores del servicio administrar los recursos de la mejor manera para cumplir con el mandato constitucional, entre las cuales se encuentran consideraciones como la exposición tolerable a activos del exterior, la exposición tolerable a las distintas clases de activos, entre otras reglas que prevé el régimen actual.</p>
<p>Encontramos que los sublímites asignados a alternativos por fuera de la Alianza del Pacífico son considerablemente altos y podrían, también, implicar una desventaja para alternativos que finalmente inviertan en Colombia.</p>	<p>No.</p>	<p>Los límites inversiones en el exterior no son exclusivos y pueden ser utilizados por los administradores de los recursos en inversiones locales. Las consideraciones prudenciales del sistema pensional deben estar encaminadas a la generación de reglas que permitan el cumplimiento del mandato constitucional de prestar el servicio público de la seguridad social y ampliar su cobertura progresivamente.</p>
<p>Sugerimos que se genere un numeral separado para los activos alternativos nacionales e internacionales.</p>	<p>No.</p>	<p>Los cupos utilizados por las AFPs en activos alternativos distintos a los</p>

		<p>fondos privados es amplio tanto a nivel nacional como en el extranjero. En esta medida, la Unidad no encuentra una justificación prudencial para intervenir y crear reglas adicionales (que refuercen el sistema draconiano que se busca abandonar) dirigidas a limitar la exposición al exterior en este tipo de categorías.</p>
<p>A pesar del claro y justificado propósito del proyecto normativo, el proyecto no considera que los instrumentos descritos en el numeral 2.9 están contemplados como restringidos, lo que impide a las Juntas Directivas trazar límites autónomos de inversión en Hedge Funds, pues estos eventualmente pueden resultar siendo incompatibles con el límite de instrumentos restringidos, por lo que en estos eventos, las consideraciones de la Junta no pasan de ser simples formalismos. Respetuosamente se solicita considerar la posibilidad de ampliar los límites de inversiones restringidas o permitir que se le permita a la Junta Directiva de la entidad vigilada determinar la proporción de inversión.</p>	No.	<p>A pesar de ser considerados alternativos y computar dentro de los límites generales, los <i>hedge funds</i>, por su naturaleza, han sido considerados, desde un punto de vista prudencial, como instrumentos cuya inversión debe estar restringida a los cupos dispuestos para activos restringidos. La posibilidad de flexibilizar este y otros límites más generales no forman parte de este primer avance y serán evaluados por la Unidad en la segunda modificación al régimen de inversiones, cuyo estudio se está adelantando.</p>
<p>En caso de que la URF decida mantener los sublímites [para activos alternativos en el exterior], sugerimos crear un sublímite aparte para fondos de deuda o de lo contrario las administradoras de fondos de pensiones no tendrán incentivos para invertir en fondos de deuda privada. esta sugerencia aplica a fondos de deuda privada tradicionales que quepan dentro de la definición de activos alternativos. Esquemas o vehículos de financiación de proyectos productivos o compañías vía deuda, que respondan a necesidades de política pública deberían tener un análisis distinto</p>	No.	<p>La creación de sublímites para incentivar industrias no forma parte de los objetivos que persigue la regulación prudencial en materia pensional. Más aún, la generación de nuevas reglas es una medida que va en contravía de la intención de iniciar el abandono del régimen draconiano para pasar a una regla de la persona prudente.</p>
<p>Los activos alternativos del exterior se están sujetando a un doble límite, pues de una parte computarían para el sub-límite aplicable solo a activos del exterior y para el límite global de alternativos en el que computa también private equity local.</p> <p>Se sugiere mantener únicamente el límite global para activos alternativos locales y del exterior e incrementarlo en un 10%</p>	No.	<p>El sublímite para activos en el exterior tiene como objetivo limitar la exposición al exterior en los distintos fondos y reservas administrados por las AFPs, las aseguradoras y las sociedades de capitalización.</p>

<p>para cada uno de los fondos moderado y de mayor riesgo, permitiendo que sean las administradoras de fondos de pensiones las que hagan una asignación estratégica de su portafolio.</p>		
<p>Consideramos conveniente mantener el esquema de sublímite solo para FCP, entendido este como el cómputo sobre la sumatoria de los fondos de capital privado locales e internacionales (1.10 y 2.7), excluyendo fondos de capital privado que inviertan en infraestructura en general, fondos de capital privado que inviertan en proyectos de infraestructura bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas, Fondos de Capital Inmobiliarios, fondos de deuda, Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios, fondos extranjeros de commodities o divisas, hedge funds y fondos extranjeros de naturaleza inmobiliaria, activos que computarían dentro del límite global de activos alternativos. En este orden de ideas se sugiere que el sublímite de FCP pase del 10% actual al 15% para el Fondo Moderado y del 15% al 20 % para el Fondo de Mayor Riesgo. Este sublímite de Private Equity, permite separar a los fondos de capital, donde se podrían esperar los mayores retornos, y evitaría que consuman espacio a los demás asset class que computarían en el global de Alternativos.</p>	<p>No.</p>	<p>La posibilidad de establecer sublímites es una función que se le está asignado a los órganos de gobierno de cada AFP, quienes en sus roles de expertos de la administración de recursos pensionales deberán fijar los cupos que consideren más idóneos para la construcción eficiente de sus portafolios de inversión. Continuar creando sublímites es reforzar el sistema de reglas y cupos que la modificación pretende empezar a abandonar para moverse a un paradigma híbrido que siga el principio de la persona prudente.</p>
<p>Frente al límite de alternativos del exterior, consideramos innecesaria su incorporación en la medida en que la determinación del límite de alternativos por procedencia, ya se encuentra de manera general en el portafolio con el límite general sobre activos del exterior y corresponde a las AFP determinar ya sea local o internacional el activo que represente un mayor beneficio para los afiliados. Consideramos que la definición de un límite en estos términos no permite la asignación óptima de los recursos que más que su procedencia debe venir determinada por características propias de la inversión y niveles de profesionalización que determinen niveles deseables de riesgo retorno. Vemos esta inclusión como un paso contrario a la favorable evolución del régimen, y a las recomendaciones de la misión del mercado de capitales.</p>	<p>No.</p>	<p>La medida adoptada en este decreto acompaña la flexibilización permitida en el sentido de determinar la composición de los cupos asignados a los distintos activos que conforman la clase de “alternativos” con el propósito de limitar la exposición al exterior.</p> <p>En todo caso, la modificación, como lo plantea el documento técnico, es un primer paso hacia una mayor flexibilización, por lo cual en la siguiente etapa es posible que algunos de estos límites sean objeto de mayor flexibilización.</p>

<p>Es importante precisar que la preferencia por activos locales en los portafolios de inversión puede desprenderse naturalmente considerando el menor riesgo asumido frente a riesgo cambiario y en la medida que se vayan materializando mejores retornos, así como a mayores niveles de profesionalización. Esto hace innecesario que se “obligue” vía límites dentro del régimen de inversión. Creemos que en la medida en que se cuente con opciones de inversión locales cada vez más profesionalizadas y con mayor track-record estas irán aumentando intrínsecamente en el portafolio.</p>		
<p>Concepto de activos ubicados en el exterior: ¿En qué momento se realiza una medición de los activos que se encuentran en el exterior? ¿Qué pasa si un FCP tiene una estrategia mixta que le permite invertir en activos ubicados en la Alianza del Pacífico y en activos por fuera de dicho territorio? ¿Se establecerá un porcentaje mínimo de inversión local? ¿En qué momento y quienes serán los responsables de certificar o monitorear el límite de los activos ubicados en el exterior? Se debe aclarar además si la mediación se realizará en función a los límites que se establezcan en los reglamentos.</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La URF considera que la expresión “activos” no necesariamente hace referencia a la finalidad buscada (i.e. limitar la exposición al exterior). En esta medida, se modifica el lenguaje en el proyecto de decreto para hacer referencia a la actividad productiva.</p> <p>En caso de que el FCP tenga una estrategia mixta, la AFP deberá darle tratamiento transparente a la inversión, de manera tal que los activos cuya actividad productiva se encuentre en la Alianza del Pacífico se entenderán como inversiones locales, y los demás como inversiones en el exterior. En caso de que la AFP no pueda determinar el lugar en que se lleva a cabo la actividad productiva, se entenderá que ésta es realizada en el exterior para los efectos de este límite.</p>
<p>En lo concerniente a los límites de generales aplicables a las reservas técnicas el numeral 16 establece un límite para los activos descritos en el subnumeral 3.10 (bienes raíces productivos) de 1%. Se sugiere eliminar esta restricción.</p> <p>En una línea similar, el numeral 17 del artículo 2.31.3.1.4 no fue objeto de modificación por el proyecto en comento, por lo que también establece un límite de</p>	<p>Sí.</p>	<p>La URF considera que este límite debe acompañar la flexibilización que se está dando en la categoría de activos alternativos.</p>

<p>inversión del 3%, aplicable a las operaciones señaladas en el subnumeral 3.10. lo que iría en contravía de lo que expresamente pretende el proyecto que es ampliar la proporción de inversión que puede realizarse sobre bienes raíces productivos localizados en el territorio colombiano.</p>		
<p>La confusión normativa se agrava al evidenciar que el numeral 17 del artículo 2.31.3.1.4 no fue objeto de modificación por el proyecto en comento, por lo que también establece un límite de inversión del 3%, aplicable a las operaciones señaladas en el subnumeral 3.10. lo que iría en contravía de lo que expresamente pretende el proyecto que es ampliar la proporción de inversión que puede realizarse sobre bienes raíces productivos localizados en el territorio colombiano.</p>	<p>Sí</p>	<p>Se deroga el límite para bienes raíces productivos y la Junta directiva será la encargada de aprobar el límite máximo en este tipo de activo, siendo el órgano con funciones generales de definición de estrategia, supervisión de asuntos relevantes y el establecimiento de la arquitectura de control</p>
<p>Proponemos que solamente se le dé el trato planteado en el proyecto de decreto a aquellos países miembros de la Alianza del Pacífico que le den tratamiento recíproco a los fondos constituidos en Colombia e inviertan en los países de la Alianza.</p>	<p>No</p>	<p>Se considera que, en línea con las recomendaciones de la MMC este es un paso en la dirección hacia una mayor diversificación y un mejor retorno de las inversiones.</p>
<p>Quisiéramos recomendar que se haga un ajuste en la redacción de estos artículos, de tal manera que sea claro que la diferenciación entre activos ubicados en la Colombia / Alianza del Pacífico hace referencia a fondos cuya política de inversión esté principalmente destinada a invertir en alguna de las jurisdicciones que componen la Alianza del Pacífico y no por el domicilio del fondo.</p> <p>Se propone que sean considerados fondos de capital privado que invierten en Colombia / Alianza del Pacífico, aquellos que inviertan por lo menos el 50% de los compromisos de inversión en proyectos o empresas colombianas o en jurisdicciones parte de la Alianza del Pacífico. Se define una empresa o proyecto de Colombia / de la Alianza del Pacífico, como aquel que genera por lo menos el 80% de sus ingresos o ventas en estas jurisdicciones.</p> <p>Desde el momento en que el inversionista institucional realice el primer desembolso su sociedad administradora, o quien haga sus veces, o el gestor profesional</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La URF considera que la expresión “activos” no necesariamente hace referencia a la finalidad buscada (i.e. limitar la exposición al exterior). En esta medida, se modifica el lenguaje en el proyecto de decreto para hacer referencia a la actividad productiva.</p> <p>En caso de que el FCP tenga una estrategia mixta, la AFP deberá darle tratamiento transparente a la inversión, de manera tal que los activos cuya actividad productiva se encuentre en la Alianza del Pacífico se entenderán como inversiones locales, y los demás como inversiones en el exterior. En caso de que la AFP no pueda determinar el lugar en que se lleva a cabo la actividad productiva, se entenderá que ésta es realizada en el exterior para los efectos de este límite.</p>

<p>certificará según la política de inversión del fondo plasmada en el reglamento, si el fondo clasifica o no como colombiano / Alianza del Pacífico. Una vez terminado el periodo de inversión del fondo, su sociedad administradora o quien haga sus veces o el gestor profesional deberá emitir una certificación donde sea explícito el porcentaje del fondo efectivamente invertido en Colombia/ Alianza del Pacífico.</p>		
<p>La definición de “activo” se presta para múltiples interpretaciones. Tomemos como ejemplo un limited partnership domiciliado en Islas Caymán que invirtió en tres compañías, las cuales, por razones regulatorias, tributarias o legales están constituidas en Delaware, pero por razones financieras (básicamente costos) sus operaciones principales y su planta de producción en alguna de las jurisdicciones de la Alianza del Pacífico⁵. El activo del Fondo son las acciones de la compañía en Delaware, pero la función económica principal de estas compañías se desarrolla en una jurisdicción “local” para efectos de la Propuesta.</p> <p>La aplicación de este límite a nivel de los subyacentes en los que invierten los Fondos o esquemas de inversión descritos genera complejidades operativas, manualidades en los procesos e inconvenientes en la disponibilidad de información, que limitan una medición precisa. Lo anterior, considerando que hay esquemas como Fondos de Fondos y Fondos Secundarios, entre otros, donde por confidencialidad no se revela el detalle requerido para hacer la clasificación de las inversiones realizadas, e incluso, dichos Fondos de Capital pueden tener un portafolio de más de 700 compañías o proyectos.</p> <p>De igual forma, y hasta donde es de nuestro conocimiento, los Gestores Profesionales no están obligados a revelar el detalle de los activos que se requeriría para hacer este cálculo, más aún, si existiera, tampoco sería obligatorio para los Gestores de Fondos de Capital o Esquemas de inversión del Exterior.</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La URF considera que la expresión “activos” no necesariamente hace referencia a la finalidad buscada (i.e. limitar la exposición al exterior). En esta medida, se modifica el lenguaje en el proyecto de decreto para hacer referencia a la actividad productiva.</p> <p>En caso de que el FCP tenga una estrategia mixta, la AFP deberá darle tratamiento transparente a la inversión, de manera tal que los activos cuya actividad productiva se encuentre en la Alianza del Pacífico se entenderán como inversiones locales, y los demás como inversiones en el exterior. En caso de que la AFP no pueda determinar el lugar en que se lleva a cabo la actividad productiva, se entenderá que ésta es realizada en el exterior para los efectos de este límite.</p>

<p>Adicionalmente, y en aras de mayor claridad para la aplicación de este límite, consideramos conveniente aclarar la definición o sentido de “domicilio o ubicación”.</p> <p>Finalmente, consideramos que se debe revisar la redacción de la última parte, toda vez que no es claro si se incluyen o no las jurisdicciones que componen la Alianza del Pacífico.</p>		
<p>Creemos oportuno de igual modo incluir el límite de alternativos en el Fondo conservador hasta en un 5%, exceptuando las participaciones en equity, creemos que lo anterior permite complementar la estrategia de diversificación del portafolio sin que represente riesgos para los afiliados.</p>	No.	No es el alcance del Proyecto la modificación del perfil de riesgo de los fondos, en esa medida, la modificación requiere un análisis riguroso
Fondos de deuda		
Comentario	Se acoge	Motivación
<p>Los fondos de deuda privada computen con títulos de deuda (deuda privada senior, deuda subordinada o deuda en infraestructura) cuyo emisor o garante sea una entidad no vigilada por la SFC.</p> <p>Sin embargo, (distressed debt, créditos mezzanine) son asimilables a activos alternativos.</p> <p>Frente a la inclusión, en los numerales 1.10 y 2.7, de las inversiones en FCP que tengan por finalidad invertir en títulos de derechos económicos o instrumentos representativos de deuda, incluidos los fondos de deuda privada, consideramos mejor separar este tipo de inversión de estos numerales, e incorporarlo en un nuevo numeral teniendo en cuenta que el perfil de riesgo de estos activos es totalmente diferente de las características de riesgo de los fondos de capital privado (equity).</p> <p>Se propone que estos fondos de deuda computen dentro del límite de inversiones en renta fija-, siempre y cuando los FCP correspondientes tengan en su política de inversión el otorgamiento de financiación senior (renta fija), donde por lo menos 2/3 del total de los compromisos del FCP sean destinados a proyectos APP estructurados</p>	No.	<p>A pesar de que los fondos de deuda pueden tener como subyacente los rendimientos financieros derivados de una deuda senior, la inversión que realice la AFP se da sobre una unidad de participación y el resultado de las distribuciones involucra variables adicionales a lo que implica la inversión en valores de renta fija inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, dado que en este tipo de estructuras existen estructuras de gastos complejas y que pueden resultar en que el beneficio neto recibido por las inversiones no sea lineal a la tasa acordada en las financiaciones.</p> <p>Más aún, la estructura de gobierno y el funcionamiento de estos fondos implica una serie de variables adicionales a considerar, y cuya existencia hace que sea diferente la evaluación que debe hacerse al momento de invertir en una <u>unidad de participación</u> de un fondo de deuda a un valor de renta fija. Algunos ejemplos, por ejemplo, están en los</p>

<p>bajo Ley 1508. La eliminación del cupo relativo a los FCP APP del límite global de activos alternativos, obliga a que estos fondos entren a competir con la asignación de cupos para invertir en cualquier otro tipo de fondo</p>		<p>órganos de gobierno del fondo, las obligaciones y partes involucradas, reglas para la liquidación, entre otras disposiciones que claramente distan del funcionamiento de una emisión de títulos de contenido crediticio ordinaria.</p> <p>Finalmente, es de notar que en la categoría de alternativos existen características comunes entre los activos que componen el <i>asset class</i>, así los subyacentes no guarden relación entre sí. En efecto, el criterio para incluir un activo en el “asset class” de alternativos no radica en las similitudes del subyacente. Difícilmente podría decirse que la inversión en un negocio de rentas inmobiliarias se asemeja a la inversión en un fondo de venture; o que la inversión en un ETF que sigue el precio del carbón se asemeja a un crédito (senior, subordinado, o mezanine). Por el contrario, el factor común detrás de los activos alternativos se centra en criterios más generales que los hacen distar de las inversiones en valores tradicionales inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en una bolsa de valores. Algunos de estos criterios (que se mencionan en el Documento Técnico) son: el uso de apalancamiento, la no obligatoriedad de estar inscrito en sistemas de negociación que provean liquidez, la dificultad de encontrar puntos de referencia (benchmark), el nivel de complejidad de los procedimientos de valoración y los estándares de revelación de información.</p>
<p>Si FCP deuda no se computa dentro de renta fija, tenga un bucket específico y que se aumente límite de alternativos.</p>	<p>No.</p>	<p>La creación de sublímites para incentivar industrias no forma parte de los objetivos que persigue la regulación prudencial en materia pensional. Más aún, la generación de</p>

		nuevas reglas es una medida que va en contravía de la intención de iniciar el abandono del régimen draconiano para pasar a una regla de la persona prudente.
Creemos que, por lo menos, es necesario garantizar que los fondos de deuda privada tuvieran un bucket específico y que se aumente el límite global de activos alternativos. De otra manera será altamente probable que este mercado de deuda privada no se desarrolle y los inversionistas institucionales no tengan la posibilidad real de invertir en este tipo de fondos.	Sí	No se crea un límite especial para fondos de capital privado de deuda, en línea con el comentario de la fila 12. Sin embargo, si se delega la definición del límite de alternativos a la aprobación de la Junta Directiva de cada entidad
Fondos de Capital de Infraestructura		
Comentario	Se acoge	Motivación
El romanito iii) del 1.10. Impone una obligación a la sociedad administradora de verificar que durante la vigencia del contrato de APP exista un establecimiento de crédito como entidad que participa en la financiación de estos proyectos. Esta obligación podría resultar de difícil cumplimiento para la sociedad administradora en las ocasiones en las cuales los establecimientos de crédito no participan en la financiación en todas las etapas del proyecto. En muchas ocasiones solo hasta el cierre de la financiación es que se definen con certeza todas las entidades que participarán como prestamistas. Excluye otras formas de financiación establecidas para los proyectos de APP como el mercado de capitales y otros fondos de deuda. De hecho, este requisito sólo sería exigible a FCP que se dediquen a financiar proyectos y no a invertir en el capital de estos. Limitar o no la participación de un FCP para la financiación de proyectos de infraestructura porque en la misma participen cierto tipo de entidades es ineficiente y difícil de verificar, al generar inconvenientes de control en el tiempo, pues por ejemplo, en muchas ocasiones sólo hasta el cierre de la financiación es que se definen las entidades que participarán como prestamistas y los acreedores siempre se reservan el derecho de ceder sus participaciones una vez la financiación ha sido cerrada. Dado	No.	La URF entiende que en ocasiones hasta el cierre financiero no se tiene certeza de las entidades que participarán en la financiación. Más aún, la URF entiende que existen proyectos que pueden acreditar la capacidad financiera por vías distintas a los establecimientos de crédito, como puede ser el uso de capital por parte de los proponentes o por medio de financiamientos otorgados por fondos de deuda o capital privado. No obstante, respecto de los contratos estatales que manejen una modalidad distinta a la prevista por la Ley 1508, desde una perspectiva prudencial, la naturaleza de los recursos pensionales es motivo suficiente para exigir que la inversión de las AFPs tenga como condición precedente la participación de un establecimiento de crédito.

<p>que los prestamistas junto con las formas de financiación admisibles ya se encuentran definidos por la Agencia Nacional de Infraestructura – ANI – y en aras de no incluir más obligaciones a las sociedades administradoras, se propone a la URF replantear la inclusión del requisito previsto en el numeral iii en el proyecto normativo.</p>		
<p>Se sugiere que literal i. del 1.10 se mantenga en su lenguaje original y no incluya la necesidad de que el gestor profesional y/o miembros del comité de inversiones deban tener el carácter de independientes respecto de las entidades que conforman el conglomerado, teniendo en cuenta que el decreto 1486 regula de manera amplia los criterios para determinar vinculados, concentración de riesgos (etc) de hecho, el decreto da las facultades al holding de definir las políticas.</p> <p>Consideramos que no se debe agregar el criterio de independencia del gestor profesional y/o los miembros del comité de inversiones respecto de las entidades que hacen parte del conglomerado financiero de la AFP, ya que este es un asunto que deberá ser tratado conforme a las normas y políticas con las que debe cumplir el conglomerado financiero dado su régimen especial desarrollado en el Decreto 1486 de 2018.</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La URF considera que el romanillo i del numeral 1.10 debe retornar a su lenguaje original, en el sentido que la independencia del gestor profesional y/o miembros del Comité de Inversiones debe mantenerse únicamente para los casos en que las inversiones que realice el FCP sean de la AFP o de alguna entidad perteneciente al conglomerado financiero de la AFP.</p>
<p>Se propone que el comité de inversiones del FCP pueda ser conformado por cualquier tipo de miembro, independiente o no independiente, pero que al momento de tomar decisiones de inversión solo puedan participar de éstas aquellos miembros que sean independientes respecto de la AFP y de las entidades que conforman el conglomerado financiero de ésta. Una opción subsidiaria podría ser que el criterio de independencia que se le está exigiendo al gestor profesional y demás entes de manejo del fondo de capital privado, frente a las AFP, se dé únicamente para aquellos fondos de infraestructura APP que pretendan adquirir activos que sean propiedad de las AFP y su grupo económico, tal como se tiene en la norma actualmente.</p>	<p>Sí.</p>	<p>La URF considera que el romanillo i del numeral 1.10 debe retornar a su lenguaje original, en el sentido que la independencia del gestor profesional y/o miembros del Comité de Inversiones debe mantenerse únicamente para los casos en que las inversiones que realice el FCP sean de la AFP o de alguna entidad perteneciente al conglomerado financiero de la AFP.</p>

<p>Cabe mencionar que no es claro si la estructuración financiera a la que se hace mención es aquella contratada por la entidad concedente o la contratada por el concesionario.</p> <p>Creemos que no es conveniente que la estructuración financiera de proyectos de infraestructura deba estar en cabeza de establecimientos de crédito vigilados por la SFC, entidades multilaterales y/o la FDN exclusivamente. Esto por cuanto se elimina la posibilidad del Gestor Profesional y bancas de inversión de participar en la estructuración de proyectos, quitándole a los FCP una fuente de ingresos que ha sido relevante en la mitigación de la curva jota y una fuente de retorno adicional. Considerando lo expuesto creemos que no es oportuno incluir esta limitación en la norma.</p> <p>En caso de mantenerse los requisitos en los cuales para poder invertir en estos vehículos previamente deben participar en la estructuración y financiación de los proyectos de infraestructura establecimientos de crédito, entidades multilaterales de crédito y/o entidades de crédito internacionales y/o la Financiera de Desarrollo Nacional, consideramos que deben incluirse también a las entidades vinculadas a éstas y a bancas de inversión de reconocida trayectoria, teniendo en cuenta la dinámica y las estructuras de los actores en el mercado para este tipo de procesos. Respecto a las bancas de inversión podrían establecerse requisitos mínimos de experiencia, fijados por la Superintendencia Financiera de Colombia.</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La URF reconoce que la propuesta normativa que se publicó a comentarios no era clara en señalar la estructuración que debía cumplir el requisito establecido en el romanillo iv. del numeral 1.10.</p> <p>La norma final modifica el requisito iv. de forma tal que sean las AFPs quienes en sus políticas de inversión determinen los criterios de experiencia, trayectoria e idoneidad que deben cumplir las etapas de estructuración de los proyectos de infraestructura que se adelanten bajo modalidades distintas a la establecida en la Ley 1508.</p>
<p>Sugerimos eliminar el requisito previsto en el romanito iv. del numeral 1.10 del Artículo 2.6.12.1.2, que exige que la estructuración financiera del proyecto de infraestructura haya sido llevada a cabo por establecimientos de crédito vigilados por la SFC, entidades multilaterales de crédito, entidades de crédito internacionales y/o la FDN. □ los proyectos en muchos casos no cuentan con la figura de estructuración, además, la participación de otras entidades financieras ya se encuentra asegurada con</p>	<p>No.</p>	<p>La norma final modifica el requisito iv. de forma tal que sean las AFPs quienes en sus políticas de inversión determinen los criterios de experiencia, trayectoria e idoneidad que deben cumplir las etapas de estructuración de los proyectos de infraestructura que se adelanten bajo modalidades distintas a la establecida en la Ley 1508.</p>

<p>la inclusión del requisito previsto en el iii. del mismo Artículo.</p> <p>Requisitos sobre estructuración y financiadores del proyecto □ la propuesta debería basarse en la definición de estándares internacionales sobre experiencia relevante tanto de las entidades como de sus equipos y no de la definición de entidades puntuales</p>		
<p>Parágrafo 1. Revisar si se produce desinterés a la espera de requisitos complementarios. Además, no existe para otros fondos, se causaría desventaja.</p>	Sí	Se elimina el parágrafo 1
<p>El parágrafo de este artículo hace referencia a otras condiciones adicionales que podrá definir la Superintendencia Financiera de Colombia, tales como niveles mínimos para las calificaciones de riesgo entre otras. Es evidente que dejar un texto de este estilo en el decreto genera un alto nivel de incertidumbre.</p>	Sí	Se elimina el parágrafo 1
<p>La exigencia de que todos los fondos de infraestructura deben ser aprobados por la junta directiva de la AFP o de las compañías de seguros impone un requisito innecesario y va en contravía del espíritu del proyecto de flexibilizar el régimen aplicable a los institucionales. En este sentido, se propone que sea la misma AFP quien defina las políticas de aprobación de inversiones y los órganos que podrían aprobar determinadas inversiones. excepcionalmente se requiera aprobación de la junta directiva cuando el fondo pueda invertir en activos, participaciones y títulos cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea la AFP, las filiales o subsidiarias de la misma, su matriz o las filiales o subsidiarias de ésta.”</p> <p>No vemos pertinente que las inversiones en el activo de infraestructura deban ser aprobadas por la JD. Dado que otros activos con un mismo o mayor nivel de riesgo no requieren aprobación.</p>	Sí, parcial.	<p>La URF reconoce que la propuesta normativa que se publicó a comentarios no era clara en señalar la función de la Junta Directiva.</p> <p>La norma final busca aclarar que a la Junta Directiva le corresponde aprobar la Política de Inversión y en dicho documento se deben incluir los lineamientos para las inversiones en infraestructura. Las decisiones de inversión en cada proyecto particular serán tomadas de conformidad con la estructura de gobierno que tenga cada AFP para este tipo de decisiones, de conformidad con los requisitos establecidos en la regulación.</p> <p>La URF considera que el numeral 1.10 debe retornar a su lenguaje original, en el sentido que la aprobación de estas inversiones por parte de la Junta directiva de la AFP únicamente aplica en los casos en que la inversiones que realice el FCP sean de la AFP o de alguna entidad</p>

		pertenciente al conglomerado financiero de la AFP.
En el inciso 4º, las instrucciones relacionadas indican los elementos que la Sociedad Administradora del fondo de capital privado o el Gestor Profesional deberá tener a disposición de los inversionistas, razón por la cual no deberían hacer parte del régimen de inversiones del sector asegurador. Por lo anterior, se propone que estas instrucciones sean incluidas en las reglas relativas a los fondos de capital privado.	No.	La URF no considera necesario efectuar esta modificación, en la medida que sienta los elementos que en todo caso deberán poner los órganos de administración o gestión a disposición de los inversionistas, cuando éstos sean aseguradoras.
En el inciso 6 numeral i), cuando se hace referencia al gestor profesional, queda la inquietud de si se refiere solo a personas naturales o también a jurídicas, por lo que se propone precisar si esto se refiere, como se entiende, solo a personas naturales.	No.	El gestor puede ser persona jurídica o natural, de acuerdo con lo establecido en la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010.
Consideramos pertinente analizar qué tipo de elementos y condiciones son las más óptimas para viabilizar este tipo de inversiones, teniendo en cuenta que el subyacente infraestructura involucra diferentes riesgos asociados a factores como el tipo de proyecto, la etapa que se busca financiar, la fuente de pago del proyecto, entre otros, los cuales no son estandarizables.	No.	La Unidad considera que los criterios ya se encuentran establecidos en la regulación.
Aunque estamos de acuerdo en que se mantenga el mínimo de créditos a proyectos APP actual, esto es, que 2/3 de los aportes de los inversionistas se destinen a proyectos APP bajo Ley 1508, entendiendo que el mejor control que puede existir para deuda en infraestructura es que la mayoría de esta se destine a proyectos estructurados bajo dicha ley, una forma de resolver todos los problemas planteados anteriormente, sería disminuir el mínimo de créditos a proyectos APP de 2/3 a 1/2 de los aportes de los inversionistas en el FCP, confiando en que un experto prudente y diligente en la administración de los recursos en materia pensional y las reservas técnicas de las aseguradoras, impondría las condiciones necesarias para financiar la porción restante de los activos diferentes a proyectos APP.	No.	La norma establece criterios para las distintas modalidades de contratación estatal, distinguiendo entre los que se deben cumplir, por un lado, cuando los proyectos son APP y, por otro, cuando la modalidad de contratación es otra.
En relación con la participación de entidades establecimientos de crédito,	Sí, parcial.	Se flexibiliza el requisito en relación con el componente de estructuración

<p>entidades multilaterales de crédito y/o entidades de crédito internacionales, (1) esta exigencia puede dejar a los fondos de deuda de infraestructura en la situación de desventaja respecto de otros participantes en estas financiaciones mencionada en el literal (a) (Tal y como lo menciona la comunicación de Colcapital, creemos que los requisitos únicamente deben aplicar cuando se presente la situación de conflicto que prevé actualmente el decreto. En nuestra opinión, no hay razones que expliquen este nivel de exigencia para todos los fondos de infraestructura generando una disparidad en el mercado respecto de los demás financiadores de este tipo de proyectos.) anterior pues, por ejemplo, los establecimientos de crédito no tienen este tipo de limitaciones; existen proyectos cuyo CapEx no amerita tener otro tipo de participantes en el sindicado, por ejemplo, cuando se trata de proyectos de infraestructura social o proyectos a nivel departamental.</p>		<p>del proyecto. No obstante, respecto de los contratos estatales que manejen una modalidad distinta a la prevista por la Ley 1508, desde una perspectiva prudencial, la naturaleza de los recursos pensionales es motivo suficiente para exigir que la inversión de las AFPs tenga como condición precedente la participación de un establecimiento de crédito.</p>
<p>Mantener los sublímites para la inversión en infraestructura, con cupos del 5% y el 7%.</p>	<p>No.</p>	<p>La propuesta busca que exista una mayor flexibilidad en cabeza de las AFPs al momento de determinar la construcción de sus portafolios de inversión.</p>
<p>De otra parte, consideramos que disposiciones como las contempladas en los numerales iii y iv pueden llegar a desvirtuar la naturaleza del fondo de capital privado y la estructura para su gestión, en el sentido de que los inversionistas estarían asumiendo funciones del Gestor Profesional, desconociendo su idoneidad y capacidad para llevar a cabo la estructuración financiera de los proyectos, de acuerdo con la conveniencia para alcanzar los objetivos de rentabilidad. Consecuencia de lo anterior, consideramos que las tareas asignadas a la Junta Directiva (i. a iv.) exceden la naturaleza y alcance de los objetivos que tiene este órgano en la Compañía, toda vez que supondría una participación detallada en la gestión del portafolio, la cual está cargo de la Administración.</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La norma final aborda con mayor detalle el rol de las Juntas Directivas en este tipo de procesos de inversión.</p>
<p>Respecto a la propuesta: "la Sociedad Administradora deberá verificar el cumplimiento de estas disposiciones,</p>	<p>No.</p>	<p>La disposición no fue alterada por el proyecto de decreto y se considera un</p>

<p>informar al Comité de Vigilancia y mantener dicha verificación a disposición de la SFC”, es importante mencionar que este mecanismo puede resultar insuficiente para que una Junta Directiva pueda ejercer las responsabilidades asignadas, considerando que no siempre todos los inversionistas de un Fondo hacen parte del Comité de Vigilancia del mismo.</p>		<p>mecanismo importante de revisión que debe cumplir la Sociedad Administradora cuando las inversiones que realice el FCP sean en la AFP o de alguna entidad perteneciente al conglomerado financiero de la AFP.</p>
<p>Frente a la exigencia de vigilancia consolidada por parte de una jurisdicción que sea miembro del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea a las entidades que participan en la financiación, no es claro quién debe pertenecer al comité de Supervisión, si el gestor y/o otros inversionistas. Se considera que esto se debería establecer en la política de inversión dada por el gestor y es el comité de inversiones del fondo quien deberá revisar el cumplimiento de este requisito. Creemos que lo anterior no deber ser responsabilidad de la AFP como inversionista ni de la Junta Directiva.</p>	<p>No</p>	<p>La exigencia se hace sobre las entidades de crédito del exterior que participan en la financiación del proyecto de infraestructura</p>
<p>El artículo 1 que modifica el artículo 2.6.12.1.2 del Decreto 2555 de 2010 quita la restricción de hacer inversiones en entidades vinculadas, así: Consideramos que la remoción de la prohibición de inversión en fondos de capital privado “cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea la AFP, las filiales o subsidiarias de la misma, su matriz o las filiales o subsidiarias de ésta” podría dar lugar a conflictos de interés en los que un conglomerado financiero use la AFP que forma parte de su estructura para adquirir títulos emitidos por sus filiales en condiciones desfavorables para los beneficiarios de los fondos.</p> <p>Sugerimos que de mantenerse abierta esta posibilidad se implemente algún tipo de control a la hora de realizar la adquisición de participaciones en estos fondos, alternativamente se podría eliminar la frase: “Cuando se trate de inversiones en fondos de capital privado que destinen al menos dos terceras (2/3) partes de los aportes de sus inversionistas a invertir o financiar proyectos de infraestructura” y de esta forma se contaría</p>	<p>Sí, parcial.</p>	<p>La norma final retoma el entendimiento de las inversiones en entidades vinculadas, pero ampliando la expresión al conglomerado financiero.</p>

<p>con controles para todos los tipos de inversión en fondos de capital privado.</p>		
<p>Respecto a las responsabilidades de la Junta Directiva de las AFP en los artículos 6, 8, 10 y 13 de la propuesta de decreto. Consideramos que no es suficiente dejar como responsable a la junta directiva de la estipulación de límites máximos, en este sentido si no se añade además un mecanismo de revisión periódica en el que se mida el aumento en el riesgo generado por la estipulación de estos límites respecto de los niveles iniciales en los que se ubican en la actualidad. En el caso de las aseguradoras se hace la misma observación respecto de la disposición análoga contenida en los artículos 21 y 23 del proyecto de decreto.</p> <p>De manera análoga, respecto a las responsabilidades de la Junta Directiva de las AFP consignadas en los artículos 11 y 12 del decreto y que “deberá contar con las recomendaciones del Comité de Riesgos y Comité de Inversiones.”</p> <p>Consideramos que debe haber un control periódico a los resultados de esta política de inversión.</p>	<p>Sí, parcial</p>	<p>Las AFP deben revisar anualmente las políticas de inversión. Además, el proyecto propone tener a disposición de la SFC la justificación y soportes técnicos de los cambios que apruebe la Junta Directiva en alguno de los límites contemplados en la propuesta normativa. Debe estar justificado técnicamente en los términos de un administrador profesional.</p>
<p>La propuesta de modificación pretende que el requisito de independencia aplicable a los miembros del comité de inversiones y al gestor profesional no se analice únicamente en relación con la AFP, sino que se extienda también a todas las entidades que conforman el conglomerado financiero de la AFP. Por lo anterior, se propone eliminar la mención a conglomerado financiero. Como se mencionó con anterioridad, existen otras protecciones para administrar en debida forma los conflictos de intereses.</p>	<p>No</p>	<p>La modificación limita los requisitos de independencia únicamente cuando la inversión se haga en un FCP que invierta en valores emitidos, garantizados o propiedad de la AFP o su conglomerado. No se extiende el requisito para inversiones en FCP que inviertan en otro tipo de valores</p>
<p>Las entidades especializadas en la estructuración de los contratos de concesión no son, las estipuladas en este requisito, en la mayoría de los casos estas estructuraciones son realizadas por bancas de inversión. Por lo anterior, sugerimos incluir dentro de la lista de estructuradores permitidos a “entidades de asesoría financiera especializadas en proyectos de infraestructura”.</p>	<p>Sí</p>	<p>La URF reconoce que la propuesta normativa que se publicó a comentarios no era clara en señalar la estructuración que debía cumplir el requisito establecido en el romanillo iv. del numeral 1.10.</p> <p>La norma final modifica el requisito iv. de forma tal que sean las AFPs quienes en sus políticas de inversión determinen los criterios de experiencia, trayectoria e idoneidad</p>

		que deben cumplir las etapas de estructuración de los proyectos de infraestructura que se adelanten bajo modalidades distintas a la establecida en la Ley 1508.
FONPET		
Comentario	Se acoge	Motivación
Los progresos realizados a través del Proyecto de Decreto, teniendo en cuenta los comentarios planteados en esta carta, se hagan extensivos a los pasivos pensionales, incluyendo al FONPET (en particular, límite por emisor y emisión).	No.	Los recursos del FONPET no son competencia de la Unidad.
Gobierno Corporativo		
Comentario	Se acoge	Motivación
Con las modificaciones propuestas se propende porque las Juntas Directivas de los inversionistas institucionales tengan un rol más importante en las decisiones de inversión. Proponemos que estas funciones sean asignadas al Comité de Inversiones con el apoyo del Comité de Riesgos, quienes cuentan con mejores herramientas y experiencia para realizar esta labor, garantizando una adecuada gestión del portafolio de los inversionistas institucionales.	No.	La política de inversión es aprobada por la JD, pero esta puede proponerse por los comités de apoyo y demás personas que la Junta Directiva considere que deben aportar los elementos necesarios para que ésta tome una decisión. La norma que asigna a la Junta Directiva la función de aprobar la Política de Inversión no es objeto de cambio de este decreto. Más aún, la Unidad entiende que la Política de Inversión es el documento estratégico mediante el cual la Junta Directiva sienta los lineamientos generales para la inversión y los riesgos tolerables en los recursos administrados, con base en el cuales los Comités de apoyo toman las decisiones tácticas de inversión. En esta medida, la Unidad no encuentra procedente efectuar dicho traslado.
Aclarar en el Proyecto de Decreto que las funciones que éste asigna a las Juntas Directivas de las AFPs deban ser ejercidas con posterioridad a las recomendaciones informadas y sustentadas de sus respectivos Comités de Inversiones con el concepto previo del Comité de Riesgos. Se sugiere que las decisiones día a día de implementación sean tomadas por Comité de Inversiones ya que estos suelen tener mayor celeridad en la toma de sus	No.	El Proyecto de Decreto establece que para efectos de determinar los límites que deberán quedar consignados en las Políticas de Inversión la Junta Directiva deberá contar con las recomendaciones de sus Comités de Inversiones y Riesgos. Esto, incluso, no obsta para que la Junta Directiva pueda tener en cuenta insumos adicionales para su aprobación.

<p>decisiones y esto puede facilitar el movimiento y ajuste de las políticas de inversión a las circunstancias particulares de cada AFP y de la economía en un momento dado.</p>		<p>Respecto de las decisiones del día a día, en ningún caso la norma modifica o asigna estas funciones a la Junta Directiva. Dichas funciones siguen estando en cabeza de los Comités de apoyo de la Junta Directiva, de conformidad con lo establecido en las circulares expedidas para estos efectos por la Superintendencia Financiera de Colombia y los estatutos respectivos a cada AFP.</p>
<p>A raíz de que la propuesta de decreto indica que corresponderá a las juntas directivas determinar los porcentajes máximos de inversión en los distintos tipos de alternativos y fijar otros criterios para la inversión, como requisitos de calificación, es importante que dichos requisitos sean dados a conocer al público, con el objetivo de que los gestores profesionales puedan conocer esta información al iniciar un proceso de levantamiento de capital. Por lo anterior, se propone que las AFPs y las compañías de seguros deban publicar un contenido mínimo que permita a los gestores profesionales conocer dichos requisitos.</p>	<p>No.</p>	<p>La Unidad no ve necesidad de acoger el comentario, puesto que el proyecto de decreto señala que la definición de estos límites deberá quedar consignada en la Política de Inversión de cada AFP, documento que por norma debe ser puesto a disposición del público.</p>
<p>Es necesario que se introduzca algún elemento normativo que deje en claro que en cualquier caso la evaluación de la debida profesionalidad considera el principio de temporalidad, esto es, que las decisiones de inversión o desinversión deben considerar todos los elementos indicados en el proyecto de norma, pero al momento de tomar las decisiones. Decisiones que en un momento dado son “buenas” de acuerdo con las circunstancias existentes en ese momento, pueden resultar “no buenas” en otro momento, dado que las circunstancias fácticas han variado, aspecto que es inherente a la dinámica propia de los mercados financieros. Esto, con el fin de delimitar razonablemente la responsabilidad de los administradores de los inversionistas institucionales e imprimir mayor grado de certeza jurídica a los criterios que deben inspirar el quehacer de los gestores de activos.</p>	<p>No.</p>	<p>Los hechos y circunstancias para establecer la responsabilidad profesional hacen parte de los elementos de cualquier proceso responsabilidad civil y deberán ser evaluados por el juez competente para el caso. Por esta misma razón la lista de criterios, entre los cuales, valga decir, se encuentran variables temporales, es de carácter enunciativo.</p>

<p>En todo caso, si consideran prudente conservar esta nueva inclusión, será necesario que, con el fin de no generar regímenes y estándares de responsabilidad disímiles, en el texto de este artículo se deberá hacer referencia expresa a las normas ya establecidas y ampliamente desarrolladas en la legislación actual frente a la responsabilidad de los administradores y la responsabilidad de las entidades financieras.</p>	<p>No.</p>	<p>El artículo no genera regímenes disímiles. Por el contrario, se encuentra en completa armonía y deberá interpretarse de manera sistemática con las demás disposiciones establecidas en el ordenamiento jurídico para la responsabilidad de los administradores.</p>
<p>Se considera que mantener la expresión “a su juicio” como criterio para que la Junta Directiva defina qué recomendaciones tener en cuenta para la determinación de los límites, resulta muy ambiguo y no aporta elementos normativos que le permitan a las Juntas Directivas adoptar parámetros de comportamiento respecto de la forma cómo deben tomar este tipo de decisiones. Quizás aspectos como que “las decisiones que sobre estas materias se tomen por las Juntas Directivas deben estar soportadas y adecuadamente documentadas en estudios o análisis que permitan identificar los aspectos y elementos de riesgo que fueron considerados”. Precisar que el criterio de profesionalidad deben cumplirlo las JD.</p>	<p>Sí.</p>	<p>El proyecto de decreto final recoge este entendimiento para dar claridad respecto de la manera como las Juntas Directivas deben tomar este tipo de decisiones.</p>
<p>Se sugiere incluir un nuevo artículo en el proyecto de decreto que establezca un plan de desmonte o de salida para las AFP que han realizado inversiones que se convierten en inadmisibles.</p>	<p>Sí</p>	<p>Se incluye un régimen de transición para que la SFC ajuste los procesos necesarios y tres meses adicionales para la implementación por parte de las entidades</p>
<p>Límites por emisión / vehículo de inversión</p>		
<p>Comentario</p>	<p>Se acoge</p>	<p>Motivación</p>
<p>Se solicita flexibilizar el límite de concentración por emisor. la disposición debe prever que superado el referido límite, los fondos lleven a cabo un desmonte gradual de los excesos en sus posiciones durante un periodo de hasta dos años. esta decisión debe ser tomada por los órganos corporativos respectivos (comité de riesgos o de inversiones), de acuerdo con las políticas fijadas para tal efecto por la junta directiva y previendo un mecanismo de desmonte gradual de las posiciones que excedan el límite legal, dentro de un plazo prudentemente establecido.</p>	<p>No.</p>	<p>El proyecto de decreto no tuvo como objetivo aumentar los límites globales de exposición (ej. el límite por emisor), sino flexibilizar algunas reglas asociadas con los mismo (i.e. el límite por emisión). La evaluación de estos límites globales forma parte de una segunda etapa de la transición del régimen actual hacia uno en el que prime mayoritariamente el principio de la persona prudente.</p>

<p>Se solicita que los CDT y los CDAT, así como los demás instrumentos que puedan llegar a generar este arbitraje, sean incluidos en los títulos a los que les aplica el cambio regulatorio propuesto de forma tal que sea la Junta Directiva la que defina los límites máximos de inversión, y no queden por fuera de esta disposición.</p>	<p>No.</p>	<p>La Unidad considera innecesario el cambio, pues el límite de CDT y CDAT ya se encuentra excluido de un porcentaje máximo, motivo por el cual radica en la AFP determinar el nivel de inversión en este tipo de instrumentos.</p>
<p>Creemos que la eliminación de este límite de inversión debe hacerse de manera gradual, para ello proponemos inicialmente ampliar el límite de inversión del 30% al 50%, para posteriormente considerar su eliminación. Lo anterior, con el propósito de monitorear el funcionamiento de futuras emisiones bajo este esquema y la participación de diferentes inversionistas en las mismas.</p>	<p>No.</p>	<p>La implementación gradual es un asunto que voluntariamente pueden adoptar las AFPs, si su junta directiva considera adecuado que el primer paso sea ampliar los límites únicamente hasta el 50%.</p>
<p>Creemos que es importante incorporar una modificación en el límite de concentración por emisor del portafolio de corto plazo del Fondo de Cesantías, descrito en el artículo 2.6.12.1.2 del Decreto 2555 de 2010, pasando del 10% al 15% del valor del portafolio. Lo anterior, favorece una mayor optimización de la rentabilidad del cliente sin asumir riesgos adicionales de duración.</p>	<p>No.</p>	<p>El proyecto de decreto no tuvo como objetivo aumentar los límites globales de exposición (ej. el límite por emisor), sino flexibilizar algunas reglas asociadas con los mismo (i.e. el límite por emisión). La evaluación de estos límites globales forma parte de una segunda etapa de la transición del régimen actual hacia uno en el que prime mayoritariamente el principio de la persona prudente.</p>
<p>Si bien el PD se propone eliminar el límite del 30% por emisión aplicable a los inversionistas institucionales, no es claro cuando establece que lo dispuesto en el artículo 2.6.12.1.13 se aplica sin perjuicio de las exposiciones de concentración por emisor. En este sentido, recomendamos que el Decreto sea más explícito con la magnitud de la "concentración por emisor", sobre todo cuando se quiere potencializar a los nuevos emisores que no podrán anunciar montos similares a los emitidos por aquellos calificados en triple A.</p>	<p>No.</p>	<p>El proyecto de decreto no tuvo como objetivo aumentar los límites globales de exposición (ej. el límite por emisor), sino flexibilizar algunas reglas asociadas con los mismo (i.e. el límite por emisión). La evaluación de estos límites globales forma parte de una segunda etapa de la transición del régimen actual hacia uno en el que prime mayoritariamente el principio de la persona prudente.</p>
<p>El PD establece que las juntas directivas en sus políticas de inversión pueden determinar un límite máximo de inversión por emisión; sin embargo, no define si pueden existir límites cercanos al 80% o 100%. En este sentido, proponemos que se implemente una norma que establezca lineamientos claros para la definición de este límite por parte de las juntas directivas.</p>	<p>No.</p>	<p>La decisión corresponde a la Junta Directiva, órgano que podrá determinar si los límites se ubican en el 80%, 100% o cualquier otro porcentaje que considere que debe ser el idóneo para permitir la construcción de sus portafolios de inversión.</p>

<p>No es claro cuando establece que lo dispuesto en el artículo 2.6.12.1.13 se aplica sin perjuicio de las exposiciones de concentración por emisor. En este sentido, recomendamos que el Decreto sea más explícito con la magnitud de la "concentración por emisor", sobre todo cuando se quiere potencializar a los nuevos emisores que no podrán</p>	<p>No</p>	<p>No es necesario, el decreto 2555 de 2010 ya incorpora una disposición en su artículo 2.6.12.1.12 sobre límite de concentración por emisor</p>
<p>el PD establece que las juntas directivas en sus políticas de inversión pueden determinar un límite máximo de inversión por emisión; sin embargo, no define si pueden existir límites cercanos al 80% o 100%. En este sentido, proponemos que se implemente una norma que establezca lineamientos claros para la definición de este límite por parte de las juntas directivas.</p>	<p>No</p>	<p>La Junta Directiva deberá aprobar en su política de inversión el límite de acuerdo a las recomendaciones del Comité de Riesgos e Inversiones</p>
<p>Requisito de calificación</p>		
<p>Comentario</p>	<p>Se acoge</p>	<p>Motivación</p>
<p>La propuesta incluye la condición de que los títulos representativos de deuda de emisores del exterior en que pueden invertir los fondos de inversión colectiva inmobiliarios (1.9), deben estar calificados para que sean admisibles para cubrir reservas técnicas; sin embargo, especialmente para los fondos inmobiliarios resulta complicado que los títulos en los que invierte sean completamente calificados. Por lo anterior, se propone no considerar los instrumentos descritos en el subnumeral 1.9 dentro del presente artículo.</p>	<p>No.</p>	<p>El requisito de calificación se mantiene únicamente para los valores de deuda emitidos en el exterior y que no estén calificados. En caso de tratarse de valores de deuda no calificada emitidos por vehículos inmobiliarios la inversión deberá computar dentro del límite de activos restringidos.</p>
<p>Respecto la derogatoria del numeral 5 del artículo 2.6.12.1.25 en la que se elimina de los activos restringidos los valores emitidos en el Segundo Mercado que no cuenten con una calificación emitida por una sociedad calificadoradora de riesgos autorizada por la SFC, consideramos que el tener la posibilidad de invertir en instrumentos no calificados, puede ser una medida que dinamice y le de profundidad al mercado (...) En este orden de ideas sugerimos que se incluya la posibilidad de invertir en estos activos en el Artículo 2.6.12.1.3 sobre requisitos de calificación para las inversiones admisibles, teniendo en cuenta que la eliminación de estos activos de las inversiones restringidas no habilita automáticamente la posibilidad de</p>	<p>Sí.</p>	<p>El propósito de la modificación es permitir que las AFPs puedan invertir en emisiones de valores de contenido crediticio del Segundo Mercado que no cuenten calificación emitida por una sociedad calificadoradora de riesgos autorizada por la SFC. En esta medida, se ajustará el lenguaje para del artículo 2.6.12.1.3. para dejar expresa la inversión como admisible.</p>

<p>inversión en los activos no calificados emitidos en el segundo mercado</p>		
<p>La carga operativa que demanda identificar la forma en la que está compuesta la totalidad del fondo se agudiza al advertir que, la composición de la deuda del fondo varía permanentemente de manera poco representativa. Así, con las modificaciones propuestas se impone a la compañía inversionista el deber de realizar un seguimiento incesante, pues es imperativo identificar en todo momento las variaciones en la composición del fondo, pues cualquier variación podría influir en la proporción que puede efectuarse en inversiones restringidas. Respetuosamente sugerimos mantener la regulación vigente del numeral 1 del artículo 2.31.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y el numeral 8 del artículo 2.31.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010.</p>	<p>No.</p>	<p>La URF reconoce que la manera como se estructuró la propuesta podía presentar dificultades operativas y se hizo un ajuste para facilitar la administración del límite.</p>
<p>La redacción actual de la restricción de inversión demanda únicamente que la Compañía identifique si el FIC cumple o no el requisito de calificación. Por lo anterior, respetuosamente sugerimos mantener la regulación vigente del numeral 1 del artículo 2.31.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y el numeral 8 del artículo 2.31.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010.</p>	<p>No.</p>	<p>La URF reconoce que la manera como se estructuró la propuesta podía presentar dificultades operativas y se hizo un ajuste para facilitar la administración del límite.</p>
<p>Requisitos de Calificación – Artículos 3 y 4- y límite de Restringidos De una parte, resultaría muy difícil establecer de manera diaria la cantidad y los tipos de títulos de deuda subyacentes que no cumplan con el requisito, ya que por la dinámica de estos fondos las posiciones cambian constantemente. Adicionalmente a esto, los administradores y gestores de estos fondos no están obligados a suministrar el detalle de los subyacentes, limitando así las posibilidades de información que requieren las AFP para poder controlar efectivamente este límite. En esta medida, se propone reducir el porcentaje de títulos que deben estar calificados, dejándolo en un rango entre el sesenta por ciento (60%) y el ochenta por ciento (80%) de los títulos de renta fija en</p>	<p>No</p>	<p>La URF reconoce que la manera como se estructuró la propuesta podía presentar dificultades operativas y se hizo un ajuste para facilitar la administración del límite.</p>

que pueda invertir el fondo de inversión colectiva, fondo o portafolio		
Otros		
Comentario	Se acoge	Motivación
Es conveniente que el Ministerio considere la posibilidad de introducir modificaciones sobre el literal b, del numeral 2.7 del artículo 2.31.3.1.2, cuya redacción se evidencia a continuación: se solicita al Ministerio considerar la posibilidad de eliminar la exigencia mínima del monto de mil millones de dólares que debe tener un gestor profesional de un fondo de capital privado del exterior.	No.	La evaluación acerca de nuevos activos admisibles dentro del régimen de inversiones no hizo parte del alcance de este decreto. La Unidad tendrá presente la observación para la revisión que está adelantando para una segunda modificación al régimen, prevista hasta el momento para el segundo semestre de 2020.
Se propone impulsar la inversión directa en productos alternativos: incluir activos del numeral 2.3 dentro de restringidas que no cumplan con el requisito de calificación, ligado al aumento del cupo.	No.	La evaluación acerca de nuevos activos admisibles dentro del régimen de inversiones no hizo parte del alcance de este decreto. La Unidad tendrá presente la observación para la revisión que está adelantando para una segunda modificación al régimen, prevista hasta el momento para el segundo semestre de 2020.
Ampliación (o eliminación del límite, según señalamos anteriormente) de los otros límites de inversión se revise la totalidad de límites existentes en el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias.	No.	Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.
El límite para los fondos bursátiles locales previstos en los numerales 1.7 y 1.9.3 del Artículo 2.12.6.1.2, que actualmente se encuentra en 5% en todos los fondos (conservador, moderado y de mayor riesgo) debe ser ampliado a 10%.	No.	Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.
Sugerimos ampliar el límite global para los instrumentos señalados en los numerales 1.9 y 2.6. del Artículo 2.6.12.1.2, contemplados en el artículo 2.6.12.1.4, y que a la fecha son de 20%, 45% y 70% para el fondo conservador, moderado y de mayor riesgo, respectivamente. Sugerimos, para este cambio, un 10% adicional.	No.	Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.

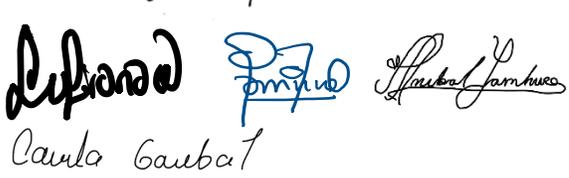
<p>Si bien el Decreto 1349 de 2019 estableció y modificó algunos de los criterios para la ponderación de activos de las entidades aseguradoras, entendemos que el artículo 2.31.1.2.9 del Decreto 2555 de 2010, que establece que el porcentaje de ponderación del riesgo de los títulos de deuda, la cual varía entre el 1.5% y el 8.5%, y que depende estrictamente de la calificación crediticia, continúa vigente proponemos que se tenga en cuenta para determinar el porcentaje de ponderación alguna de las siguientes alternativas: i) La calificación crediticia del fondo; o ii) El promedio de la calificación del portafolio.</p>	<p>No.</p>	<p>Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.</p>
<p>Se sugiere llevar a cabo la unificación de los regímenes de inversión de las compañías de vida y de generales.</p>	<p>No.</p>	<p>Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.</p>
<p>Se sugiere ampliar el límite para los activos descritos en el numeral 1.2 de 50% a 70%.</p>	<p>No.</p>	<p>Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.</p>
<p>Norma que le permita a las AFP delegar la administración en agentes especializados sobre ciertos activos en que invierten los fondos de pensiones</p>	<p>No.</p>	<p>La Unidad considera que un avance importante en esta línea se da con permitir la inversión de una AFP en el 100% de un vehículo de inversión colectiva o de capital privado, gestionado por tercero profesional. No obstante, permitir de manera generalizada la delegación profesional es algo que escapa el alcance de este decreto.</p>
<p>Sugiere que la agenda regulatoria retome la revisión o el estudio diagnóstico que permita identificar modificaciones en la metodología de operatividad del cálculo y operatividad del cálculo de rentabilidad mínima aplicable a las AFP.</p>	<p>No.</p>	<p>La URF considera improcedente acoger el comentario, toda vez que el tema ya forma parte de la Agenda Regulatoria 2020, en el marco de la segunda etapa del estudio y proyecto de decreto para modificar el régimen de inversiones y el gobierno</p>

		corporativo de las AFPs, las aseguradoras y las sociedades de capitalización.
Generar incentivos adicionales desde el punto de vista de posibles demandantes de bonos de pequeñas y medianas empresas	No.	<p>La URF entiende que desde punto de vista de política pública económica general puede ser conveniente que el Gobierno Nacional genere incentivos que impulsen las inversiones efectuadas por las PYMES. No obstante, la URF no considera que el mecanismo idóneo para la implementación de dichas políticas sean los regímenes de inversiones de los recursos pensionales o de las reservas técnicas.</p> <p>La finalidad y objetivo de los recursos pensionales derivan de un mandato constitucional en el sentido de ser parte del servicio público de la seguridad social, el cual deberá ampliarse de manera progresiva y cuyos recursos no podrán ser utilizados para fines distintos a ella.</p>
Modificar la restricción actual del art 3.3.2.1.1 2/3 partes de aportes en diferentes a RNVE la JD tiene la capacidad de definir el límite	No.	El funcionamiento de los Fondos de Capital Privado no forma parte de la evaluación del régimen de inversiones de los recursos pensionales y las reservas técnicas.
Que se revise al tratamiento de las operaciones con vinculados en procesos de titularización, reguladas en el párrafo 4 del artículo 2.6.12.1.15 del Decreto 255 de 2010, para que dicho tratamiento sea equitativo al otorgado en relación con las administraciones de conflictos de interés que se adelantaron con ocasión de las modificaciones establecidas en los artículos 1 y 16 del Proyecto de Decreto, aplicables a los Fondos de Capital Privado locales.	No.	Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.
Consideramos importante que se puedan adicionar los procesos de titularización hipotecaria de títulos participativos, considerando que dicho tipo de activo no hace parte de los relacionados en los regímenes de inversión de las AFP, de las Entidades Aseguradoras y las Sociedades de Capitalización.	No.	Como se menciona al inicio del Documento Técnico, las modificaciones previstas en este decreto son un primer paso hacia la transición. En la evaluación que está adelantando la Unidad para la

		segunda etapa de esta transición se evaluará esta sugerencia.
Aunque no es materia del presente decreto, esta reciprocidad debería llegar dentro de la Alianza a materias impositivas, en el sentido que el objetivo de reactivar la economía dentro de la región puede no terminar lográndose si al momento de retornar la inversión cada uno de los países se sigue considerando como inversión extranjera la realizada por los fondos constituidos en otros países de la Alianza, afectando la rentabilidad lograda en el país de los activos al aplicar el correspondiente withholding tax.	No	No es materia de regulación de la URF
Sugerimos revisar de manera detallada el artículo 29 del proyecto de decreto, para asegurarse que incluya todas las referencias a los sublímites de vigentes en el régimen de inversiones actual. En particular quisiéramos llamar la atención sobre el numeral 19 del artículo 2.6.12.1.6, el cual debería ser derogado por este decreto según nuestro entendimiento y no está incluido dentro de los artículos derogados	Sí	Se revisa y corrige

7. BIBLIOGRAFÍA

- Alarcón, L. (2017). *“Construyendo las Bases de la Nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia”*.
- Ayala, U. (1999). La regulación de los fondos de pensiones en América latina: reseña y lecciones de la experiencia. Disponible en: <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2156>
- Decreto 2555 de 2010.
- Decreto 3865 de 2011.
- Decreto 709 de 2012.
- International Organization of Pension Supervisors. (2017). Supervision of pension investment management including non-traditional investment. Disponible en: http://www.iopsweb.org/WP_29_Supervision-Pension-Investment-Management.pdf
- http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0141199800000&CTEXTO=
- <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores.pdf>
- IMF. (2018). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Disponible en: https://www.elibrary.imf.org/browse?pageSize=10&sort=datedescending&t_7=urn%3ASeries%2F012&type_0=booksandjournals
- OECD. (2006). OECD GUIDELINES ON PENSION FUND ASSET MANAGEMENT. Disponible en: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/36316399.pdf>
- World Bank. (2008). The World Bank Pension Conceptual Framework. Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/389011468314712045/The-World-Bank-pension-conceptual-framework>
- Preqin. (2019). Alternatives in 2019. Disponible en: <https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Alternatives-in-2019-Report.pdf>
- Reporte Final de Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales 2019.
- Roldos, J. (2004). Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets. International Monetary Fund. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/IMF-Policy-Discussion-Papers/Issues/2016/12/31/Pension-Reform-Investment-Restrictions-and-Capital-Markets-17662>
- Superintendencia de Pensiones de Chile. Resolución 88 de 2017. Disponible en: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-12676_recurso_2.pdf

Elaborado por: Camilo Hernández – Liliana Walteros – Daniel Quintero – Anibal Yamhure - Camila Gamba	Aprobado por: Pedro Felipe Lega Gutiérrez
Cargo: Subdirector de Regulación Prudencial – Asesora – Asesor – Profesionales Especializados	Cargo: Director.
Firmas: <i>Camilo j Hernández .</i>  <i>Liliana Walteros</i> <i>Daniel Quintero</i> <i>Anibal Yamhure</i> <i>Camila Gamba</i>	Firma: 