

THE WORLD BANK
IBRD • IDA | WORLD BANK GROUP

Estudio Régimen de Inversión de Inversionistas Institucionales

Julio de 2019

Reconocimientos

Este informe fue coordinado por David Salamanca (Investigador Asociado, Fedesarrollo) y escrito en conjunto con Efraín Ramírez (Asistente de Investigación, Fedesarrollo). Este informe fue encargado por la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) y preparado como parte del programa de trabajo de la Misión de Mercado de Capitales de Colombia. Los autores agradecen los comentarios recibidos en las discusiones con los comisionados y la Unidad de Regulación Financiera, así como la disponibilidad de la URF, la Superintendencia Financiera de Colombia y el Banco de la República para compartir sus perspectivas y los datos necesarios para los análisis presentados. Agradecemos también a las personas y a entidades con quienes tuvimos la oportunidad de reunirnos y discutir sus perspectivas y conocimientos sobre los temas contenidos en este trabajo, sin su ayuda y disposición no hubiera sido posible la elaboración de este documento.

Contenido

1. Introducción 4

2. Conceptos relevantes para la gestión de inversiones de terceros 5

a. Regla del hombre prudente 5

b. Regímenes de Inversión y Regulación Financiera 7

3. Identificación de los Recursos sujetos a Regímenes de Inversión 9

a. Fondos de Pensiones y Cesantías 11

b. Excedentes de Liquidez 13

c. Pasivos Pensionales y Régimen de Prima Media 15

d. Reservas Técnicas Compañías de Seguros 17

4. Regímenes de Inversión de Inversionistas Institucionales en Colombia 18

a. Fondos de Pensiones y Cesantías 18

b. Excedentes de Liquidez 23

c. Pasivos Pensionales 24

i. Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales - FONPET 25

ii. Patrimonios Autónomos de Garantía de Ecopetrol 27

d. Reservas Técnicas de las Compañías de Seguros 28

5. Referentes de Gestión de Activos en Colombia 29

a. Reservas Internacionales Banco de la República 30

b. Fogafín 32

c. Lecciones de los esquemas de gestión de referencia 35

6. Reflexiones y recomendaciones 35

a. Fondo de Pensiones y Cesantías 35

b. Pasivos Pensionales 36

c. Excedentes de Liquidez 37

d. Reservas Técnicas Compañías de Seguros 37

7. Conclusiones 38

Bibliografía 40

Anexo 1. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de las AFPs 41

Anexo 2. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de los Excedentes de Liquidez 42

Anexo 3. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de los Pasivos Pensionales y el FONPET 43

Anexo 4. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de las Reservas Técnicas de las Aseguradoras 45

1. Introducción

1. **El rol de los inversionistas institucionales ha sido fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales en Colombia.** Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, Compañías Aseguradoras y otros administradores de activos con regímenes reglados manejan activos por cerca de COP$470 billones, y son uno de los principales tenedores de los mercados de renta fija y renta variable en el país.

2. **Por su tamaño y relevancia, el análisis de los regímenes de inversión ha estado concentrado en los Fondos de Pensiones y Cesantías.** Como resultado, varios de los regímenes de inversión de otros inversionistas, se modeló con base en el régimen de pensiones privadas. Tal es el caso del régimen de inversión de las compañías aseguradoras a pesar de que existen diferencias significativas en los perfiles de inversión de ambos jugadores.

3. **Los regímenes de inversión de algunas entidades no reflejan las características de riesgo-retorno o los horizontes de inversión de estos inversionistas**. En algunos escenarios estas regulaciones limitan su capacidad de acceder a activos que se ajustan a sus perfiles de inversión, y han sido mencionadas como una de las causas del bajo nivel de desarrollo de algunos segmentos del mercado de capitales del país.

4. **No es claro que el esquema de Régimen de Inversión con limitaciones explícitas para distintos tipos de activos sea la mejor forma de alcanzar asignaciones eficientes de recursos que reflejen las preferencias de los inversionistas**. Mecanismos alternativos como reglas de hombre prudente y figuras de administración delegada de parte de los portafolios, puede hacer más eficiente esta gestión y simultáneamente generar un impacto positivo en el desarrollo del mercado de capitales para algunos inversionistas.

5. **Existe una heterogeneidad amplia entre los inversionistas institucionales sujetos a regímenes de inversión y en este sentido la utilización de un modelo único de regulación no parece ser el más adecuado.** Para actores con tamaño y capacidades suficientes para definir los lineamientos estratégicos de asignación de activos y para monitorear la gestión por parte de administradores delegados, regímenes más sencillos y alineados con los principios del hombre prudente pueden ser convenientes. Para entidades menos sofisticadas y que administran portafolios de menor tamaño, esquemas con directrices generales más detalladas pueden requerirse.

6. Este estudio tiene cinco partes además de esta introducción. En la segunda se introducen los conceptos de hombre prudente y la interacción entre la regulación financiera y los regímenes de inversión; en la tercera y cuarta partes se mapean los recursos sujetos a regímenes de inversión en Colombia, y se describe su evolución histórica; en la quinta se analizan referentes

exitosos de gestión de inversiones en Colombia; y en la sexta se plantean las principales reflexiones y recomendaciones.

2. Conceptos relevantes para la gestión de inversiones de terceros

a. Regla del hombre prudente

7. **Los orígenes del principio del hombre prudente se remontan a 1830**, cuando un juez de la corte de Estados Unidos, basado en el derecho común ("Common law"), se pronunció así frente al caso *Harvard College v. Amory*:

> *Todo lo que puede ser requerido de un fideicomisario para invertir, es que él se conduzca a sí mismo fielmente y ejerza una discreción adecuada. Él observa cómo los hombres de prudencia, discreción e inteligencia manejan sus propios asuntos, no con respecto a la especulación, sino con respecto a la disposición permanente de sus fondos, considerando el ingreso* [dividendo] *probable, así como la probable seguridad del capital a ser invertido*.[1] [traducción del autor]

8. Adicionalmente, **el juez hacía énfasis en la no especulación con los activos administrados y la necesidad de darle una consideración debida al retorno esperado y la seguridad del principal**. Sin embargo, la reacción de las cortes frente al precedente judicial del caso Amory fue apartarse de dichos principios del hombre prudente, retornando al enfoque tradicional más restrictivo sobre la composición del portafolio. Algunos activos fueron considerados especulativos per se, se aplicaba el principio de la preservación del capital y se realizaba un seguimiento enfocado en inversión por inversión, en lugar de contemplar el portafolio como un todo.

9. **El principio del hombre prudente fue adoptado formalmente en la legislación de Estados Unidos en 1974 para la regulación sobre el manejo de los recursos de los aportes de pensiones de los trabajadores no gubernamentales mediante el *Employee Retirement Income Security Act (ERISA)***. Posteriormente, varios planes de pensión públicos adoptaron los mismos estándares de ERISA. Actualmente, todos los estados de ese país adoptaron la regla del hombre prudente en la gestión de recursos pensionales en sus jurisdicciones, distanciándose de los esquemas más restrictivos sobre los límites cuantitativos de la composición de los portafolios.

10. **En 1992, el *Uniform Prudent Investor Act (UPIA)* fue introducido por el American Law Institute, como su tercera interpretación de la ley de Fiducias y ha sido adoptado por más de 44 estados en Estados Unidos en su marco legal.** Esta interpretación reconoce los cambios ocurridos en la

[1] "All that can be required of a trustee to invest, is, that he shall conduct himself faithfully and exercise a sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested."

industria de administración de activos en las últimas décadas y utiliza una aproximación agregada al portafolio, eliminando las restricciones por tipo de activo en las inversiones. En ese sentido, ha promovido una mayor diversificación de los portafolios, pues permite la inversión en activos más riesgosos individualmente, pero que pueden mantener o reducir el riesgo del portafolio agregado e incrementar su retorno.

11. La definición moderna de la regla del hombre prudente mantiene gran parte de la idea original expuesta por el juez estadounidense en 1830. No obstante, se modificó con base en la teoría moderna de portafolios de inversión. De acuerdo con (Galer, 2002) en un estudio para la OCDE, una definición moderna de la regla del hombre prudente es:

> *Un fiduciario debe cumplir con sus deberes, con el cuidado, la habilidad, la prudencia y la diligencia que una persona prudente actuando con una capacidad similar usaría en la conducción de una empresa del mismo carácter y de los mismos objetivos.*[2]

12. Acorde con este mismo documento, las características más generales de la regla del hombre prudente son:

a. **Origen en la ley de los fideicomisos:** El fideicomiso es un concepto anglosajón en el que el fideicomisario construye y maneja un grupo de activos en beneficio de los propietarios de los activos.
b. **Separación de activos:** Los activos que conforman el fondo están legalmente diferenciados de aquellos que provienen de otras fuentes.
c. **Obligaciones legales y responsabilidad:** Las leyes tienen como objetivo minimizar la diferencia entre los intereses del dueño de los recursos y el encargado de manejarlos. Es obligación de los administradores cumplir con estas disposiciones normativas. Las responsabilidades legales que surgen en el caso en el que se incumpla la jurisprudencia que intenta alinear los intereses de las partes deben ser fortalecidas para que la regla del hombre prudente sea correctamente implementada.
d. **Bases de la regulación en el *Common law:*** Los principios del hombre prudente están basados en el *derecho común.* No obstante, cada jurisdicción puede adaptarlo a sus condiciones específicas.
e. **Debido proceso y diligencia:** Las entidades son juzgadas de acuerdo con el proceso de toma de decisiones, no con base en los resultados. Si las decisiones de inversión fueron tomadas de forma adecuada y los resultados de esas decisiones fueron deficientes, los responsables son juzgados favorablemente.
f. **Cuidado, habilidad y delegación:** Los encargados del manejo de los recursos deben tener el cuidado y la habilidad que tendría una persona prudente en el manejo de sus propios recursos. Además, debe asegurarse de que las personas designadas para gestionar los recursos tengan la experticia que esta labor requiere.
g. **El deber de monitorear:** Los que gestionan los recursos deben encargarse de monitorear el manejo de estos, incluso si delegan su administración a otras partes.

[2] "A fiduciary must discharge his or her duties with the care, skill, prudence and diligence that a prudent person acting in a like capacity would use in the conduct of an enterprise of like character and aims"

h. **El deber de la lealtad:** Los recursos deben ser administrados exclusivamente bajo el interés del propietario de estos.
i. **El principio de diversificación:** El portafolio de inversión debe estar compuesto por varios activos con diferentes niveles de riesgo. No obstante, no se asignan limitaciones específicas en la participación de cada uno de los activos en el valor del portafolio.

13. Esta aproximación tiene implicaciones importantes para algunas de las discusiones que se han presentado en el marco de los regímenes de inversión en Colombia. En primer lugar, el administrador no es juzgado por pérdidas a nivel de activos individuales mientras se haya mantenido en línea con las políticas de inversión definidas para el portafolio agregado. En segundo lugar, la diversificación es un componente fundamental para la gestión delegada de activos. Tercero, no hay clases de activos que sean consideradas explícitamente inadecuadas, sino que cada inversión debe ser analizada en relación con el portafolio completo. Y, por último, se permite delegar parte del manejo de activos y de otras funciones a terceros.

b. Regímenes de Inversión y Regulación Financiera

14. **La regulación financiera busca preservar la solidez y estabilidad del sistema financiero a la vez que promover su rol eficiente como mecanismo para canalizar recursos de los agentes superavitarios a los agentes deficitarios en la economía y como instrumento para la adecuada gestión de riesgos**. En particular, las normas que hacen referencia al régimen de inversiones de recursos que han sido captados de ahorradores e inversionistas, o que respaldan compromisos adquiridos por las instituciones financieras, buscan garantizar la oportunidad en cumplimiento de dichas obligaciones.

15. **Los niveles de exigencia de la norma dependen de múltiples variables** incluyendo la centralidad de la entidad o producto en el sistema financiero; la clase de respaldo de las obligaciones bien sea a nivel privado por parte de entidades autorizadas por el gobierno para ofrecer los productos involucrados o directamente a través de garantías públicas; la obligatoriedad de participación en los esquemas de ahorro o inversión regulados; y finalmente, el interés por promover un adecuado funcionamiento de los mercados financieros.

16. A continuación, se presenta una clasificación de los principales tipos de recursos administrados por el sistema financiero en Colombia que se encuentran sujetos a normas prudenciales, clasificándolos de acuerdo con los objetivos regulatorios perseguidos:

Tabla 1. Recursos administrados por el Sector Financiero y objetivos regulatorios.

	Estabilidad del sistema de pagos	Estabilidad financiera	Recursos Públicos	Gestión de recursos obligatorios	Productos con resultado garantizado	Funcionamiento del mercado
Depósitos	■	■			■	
Pólizas de seguros		■			■	
FONPET			■			
RPM			■			
Excedentes de liquidez			■			
FPO				■		
FC				■		
FPV						■
FIC						■
Activos de terceros						■
Cuenta Propia		■				■

17. Para **los depósitos en establecimientos de crédito**, la existencia de normatividad prudencial busca proteger la confianza general del público en un eslabón central del sistema de pagos/financiero de la economía. Adicionalmente, en la medida en que este producto ofrece pago garantizado del capital y los rendimientos, el grupo de normas aplicables a la gestión de estos recursos es muy completo e incluye el sistema de gestión de distintos tipos de riesgos -crédito, mercado, liquidez, etc.-, requerimientos de capital y normas de concentración, entre otros.

18. **Las reservas técnicas de las compañías de seguros** se consideran dentro del análisis por que aun cuando no implican la inversión directa de recursos captados de terceros, si respaldan obligaciones que han sido adquiridas en el marco de una actividad licenciada directamente por

el gobierno, en las que independientemente del resultado de las inversiones, se espera un cumplimiento por parte de la compañía aseguradora.

19. En el caso de distintos tipos de **recursos públicos**, los mismos han sido tradicionalmente reglados para garantizar su preservación. En esta categoría se encuentran los excedentes de liquidez, pero también fondos de destinación específica que respaldan obligaciones en las que el pagador residual es el gobierno (FONPET, Reservas del Régimen de Prima Media y otros Pasivos Pensionales públicos).

20. Aún en el caso de productos donde el capital y los rendimientos no se encuentran protegidos, pueden existir marcos regulatorios robustos. Tal es el caso de los recursos de **los Fondos de Pensiones Obligatorias y Fondos de Cesantías**, cuyas normas buscan propender por una gestión adecuada de unos recursos que el ahorrador ha sido obligado a contribuir por disposiciones de naturaleza legal. En ese sentido, las normas propenden por garantizar una seguridad y liquidez mínima de las inversiones a la vez que se busca una rentabilidad satisfactoria.

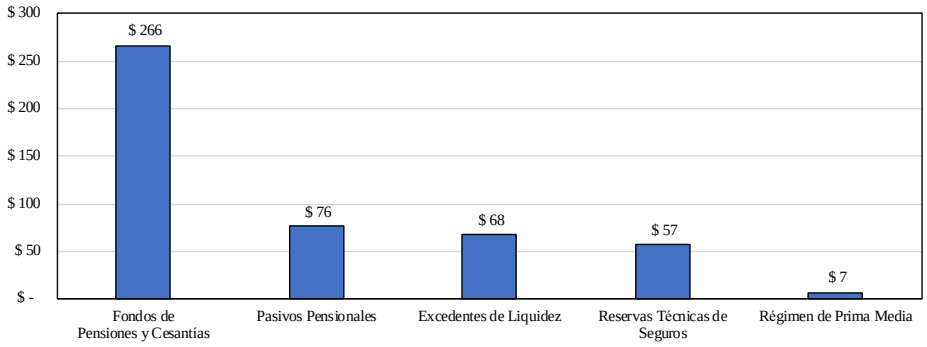
21. Finalmente, **las inversiones voluntarias de terceros** en el mercado de capitales a través de productos como los Fondos de Inversión Colectiva, Activos de Portafolios de Terceros o Fiducias de Inversión cuentan con los regímenes más flexibles y su marco normativo propende fundamentalmente por garantizar un eficiente funcionamiento de los mercados.

3. Identificación de los Recursos sujetos a Regímenes de Inversión

22. **El alcance de este estudio está definido por aquellos recursos de terceros sujetos a regímenes de inversión, que se destinan en forma significativa a activos transados en los mercados de capitales.** En ese sentido, los depósitos en establecimientos de crédito y las inversiones por cuenta propia de las entidades financieras se dejan fuera del análisis. Adicionalmente, el foco se concentrará en aquellos recursos para los cuales el régimen de inversión tiene una naturaleza restrictiva, y por ende no se incluyen la administración de recursos de terceros de naturaleza voluntaria (FICs, APT y Fiducia de Inversión), en los que la regla del deber fiduciario en la gestión de los activos es aplicada de forma más directa.

23. **A diciembre de 2018, los recursos administrados por los inversionistas institucionales sujetos a regímenes de inversión alcanzaron más de $472 billones (48% del PIB y 27% de los activos del Sistema Financiero)**. Más de la mitad de estos correspondía a los recursos administrados por las AFP en los Fondos de Pensiones Obligatorios y Voluntarios y en los Fondos de Cesantías. A continuación, se presenta la distribución de estos recursos:

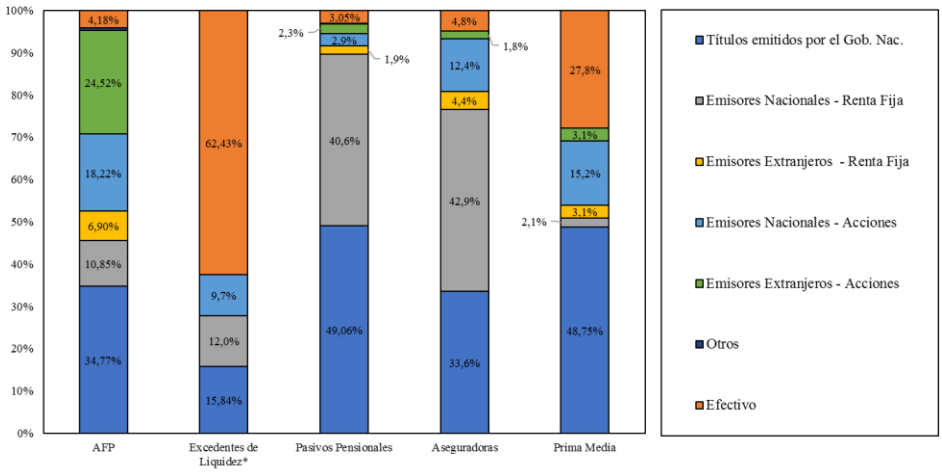
Gráfico 1. Recursos administrados por Inversionistas Institucionales con Régimen de Inversión (Billones COP)



Fuente: SFC y DGCPTN- MHCP. Datos a diciembre de 2018. Para Excedentes de Liquidez a febrero 2019.

24. **Los portafolios de inversión administrados difieren de forma importante, reflejando los distintos horizontes de inversión relevantes, y los niveles de riesgo tolerables para cada tipo de inversionista.** Sin embargo, aún entre inversionistas con horizonte de tiempo relevante similares como es el caso de las administradoras de fondos de pensiones y los pasivos pensionales se observan composiciones y niveles de diversificación distintos. El caso de los recursos del Régimen de Prima Media, la dinámica de los traslados de los afiliados y la necesidad de pago de montos importantes hace que no sea directamente comparable con estos inversionistas.

Gráfico 2. Composición portafolio administrado por entidades sujetas a Regímenes de Inversión.



Fuente: SFC y DGCPTN- MHCP. Datos a diciembre e 2018. Para Excedentes de Liquidez a febrero de 2019.

25. **Los TES tienen una alta participación en la mayoría de los portafolios sujetos a regímenes de inversión, y son la clase de activo con la mayor participación en el portafolio de las AFP, los Pasivos Pensionales y el régimen de Prima Media.** También tienen una alta participación en el portafolio de las aseguradoras (31,6%), sin embargo, los títulos de renta fija privada nacional tienen la mayor participación en este portafolio, la cual asciende a casi la mitad de los recursos administrados (45%). Los recursos de los Excedentes de Liquidez requieren una mención especial toda vez que por su horizonte de duración se encuentran concentrados en depósitos a la vista en entidades financieras.

26. En el caso de las compañías de seguros, los pasivos pensionales y el régimen de prima media los títulos de Renta Fija Local representan más del 80% del portafolio, y en ese sentido sólo los fondos de pensiones y cesantías dedican una proporción grande de su portafolio a activos con mayores volatilidades como son la renta variable y los títulos de emisores del exterior.

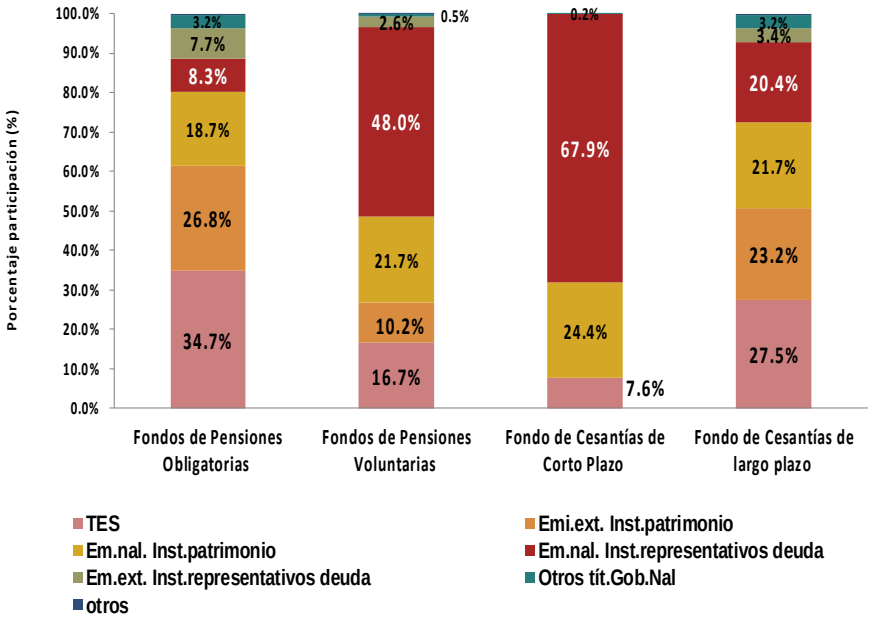
a. Fondos de Pensiones y Cesantías

27. **Los activos de los Fondos de Pensiones y Cesantías ascendían a $265.8 billones para finales de 2018, más del 27,2% del PIB, un nivel de casi el doble del registrado una década atrás (14.5% del PIB en 2008).** Esto es más de la mitad de los recursos administrados por inversionistas institucionales sujetos a regímenes de inversión. De manera desagregada, los fondos de pensiones obligatorias (FPO) administraron recursos por $234.6b, fondos de pensiones voluntarias (FPV) $20.4b y fondos de cesantías (FC) $10.8b[3]. Los fondos de pensiones voluntarias son administrados por las AFP ($18,2b), las Sociedades Fiduciarias ($2b) y las aseguradoras ($0.24b).

28. **La diversificación de los activos administrados por las AFP es mayor en comparación con la de los demás inversionistas institucionales sujetos a regímenes de inversión.** A pesar de que la participación de las inversiones en títulos de deuda pública alcanza un 35,8% del valor total del portafolio, las AFP tienen inversiones en acciones de emisores extranjeros por 25,2%, en acciones de emisores nacionales por 20%, en emisores de renta fija nacionales por 11,5% y en emisores de renta fija extranjeros por 7,1%. Esto contrasta con la alta concentración de en instrumentos de deuda (pública y privada) de los otros cuatro inversionistas institucionales tenidos en cuanta en este estudio.

[3] SFC (2019)

Gráfico 3. Composición portafolio Fondos de Pensiones y Cesantías



Fuente: SFC. Datos a diciembre de 2018

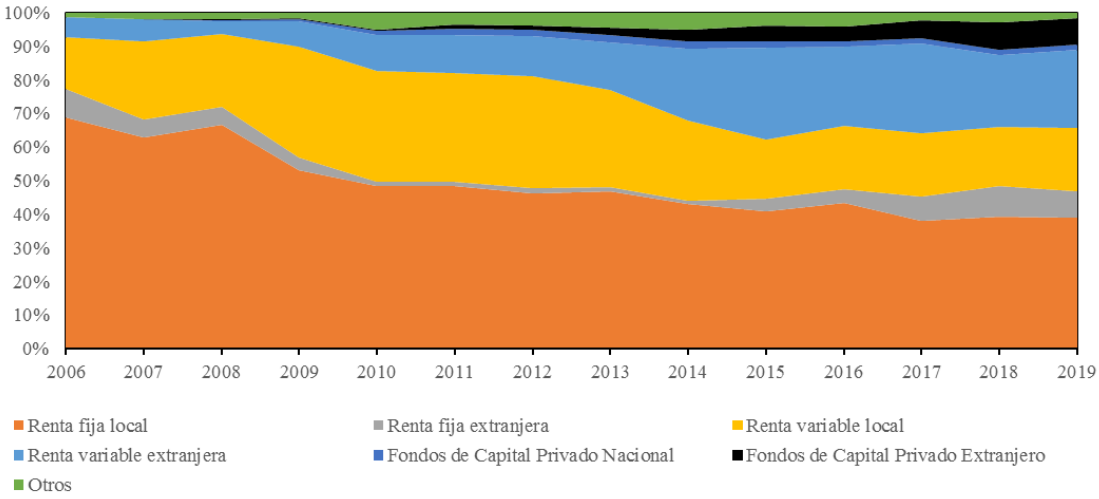
29. **La composición del portafolio de los Fondos de Cesantías de corto plazo tiene un perfil claramente diferenciado de la de los Fondos de Cesantías de largo plazo.** El portafolio de los fondos de cesantías de corto plazo cuenta con una alta participación de inversiones en activos de emisores nacionales no gubernamentales. Las inversiones en deuda privada local alcanzaron un 42,2% del valor del portafolio (principalmente CDT y bonos del sector financiero) y las inversiones en títulos participativos locales un 15,2%. Asimismo, el efectivo representa un 37,8% de la suma del portafolio de inversiones y el efectivo, lo cual refleja las altas necesidades de liquidez de este tipo de fondo. Es de resaltar que la participación de los títulos emitidos por el gobierno nacional solo alcanza un 4,9%.

30. **En contraste, el portafolio de los Fondos de Cesantías de largo plazo está compuesto principalmente por títulos de deuda pública (30%).** Por su parte, los títulos de deuda privada local representaron un 20% de los recursos administrados, es decir, la mitad de la participación que tienen en el FC de corto plazo. Las inversiones en acciones están distribuidas casi de forma equitativa entre emisores locales (21%) y extranjeros (22%). El efectivo solo representó un 3% del total.

31. **En el caso de los Fondos de Pensiones Obligatorias, se ha observado un proceso de diversificación progresiva en el tiempo.** Partiendo de una participación preponderante de la Renta Fija -80% del portafolio en 2006-, los administradores han buscado una mayor participación de la renta variable en sus portafolios. En una primera fase concentrados en las

acciones del mercado local, duplicando su participación del 15% al 33% entre 2006 y 2012; posteriormente recomponiendo parte de ese portafolio hacia renta variable del exterior. Esta última tendencia también explica en buena medida, el aumento de la exposición a activos del exterior que solo representaban el 9.4% en 2008 y pasan a pesar 39% en 2018, un porcentaje similar a la exposición internacional de fondos en otros países de la región como Chile o Perú. En el último lustro, también se observa una tendencia a inversión en activos alternativos que pueden ofrecer rendimientos más altos, y alcanzan en 2018-19 más del 10% de los activos administrados.

Gráfico 4. Composición Portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias, 2006-2019



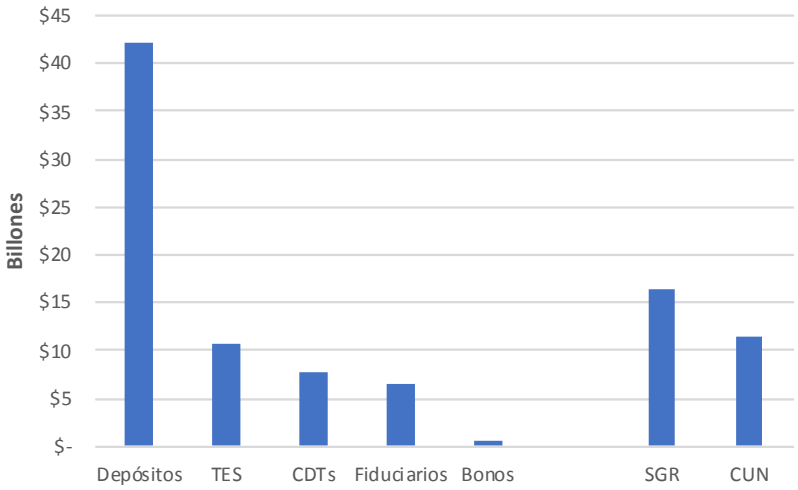
Fuente: SFC. A partir de 2010, corresponde a la participación del Fondo Moderado.

b. Excedentes de Liquidez

32. **Los recursos de excedentes de liquidez de Entidades Públicas alcanzaban $68 billones de pesos a febrero de 2019**[4]. Los recursos de la Cuenta Única Nacional y los correspondientes al Sistema General de Regalías administrados por el Tesoro Nacional, eran recursos de excedentes de liquidez de entidades públicas de orden nacional cuya administración se centralizó en 2013, representaban $28 billones adicionales. La mayor parte de los recursos administrados directamente por las entidades públicas se encontraban invertidos en depósitos a la vista en establecimientos de crédito. En todo caso, un 37% de los mismos ($25 billones) están invertidos en activos del mercado de capitales, incluyendo TES, CDTs, Bonos y vehículos fiduciarios.

[4] Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional – Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Gráfico 5. Inversiones de Excedentes de Liquidez de Entidades de Sector Público, Sistema General de Regalías y Cuenta Única Nacional



Fuente: DGCPTN – Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Datos a febrero de 2019. SGR y CUN a diciembre 2018

33. **Hay una concentración significativa de los recursos en las empresas públicas más grandes, de orden nacional y territorial y en los municipios más grandes del país.** En el corte de diciembre de 2018, los estados consolidados de cuatro entidades representaban cerca del 34% de los excedentes de liquidez administrados directamente por entidades públicas reportados por la Dirección General de Crédito Público y el Tesoro Nacional. Ecopetrol, FDN, el Distrito Capital y el municipio de Medellín, sumaban posiciones en efectivo e inversiones para el manejo de liquidez por $23 billones de pesos. En el caso del balance consolidado de las dos principales ciudades del país, una parte importante de los recursos corresponde a la consolidación con las empresas de servicios públicos de las que son controlantes.

Tabla 2. Posiciones en Efectivo e Inversiones para manejo de liquidez, entidades públicas seleccionadas.

	Efectivo	Inversiones liquidez	Total
Bogotá DC Consolidado	$ 5,37	$ 1,28	$ 6,65
Medellín Consolidado*	$ 2,80	$ 2,02	$ 4,82
Ecopetrol Consolidado	$ 4,51	$ 1,80	$ 6,31
FDN	$ 1,37	$ 4,03	$ 5,40
Total	**$ 14,06**	**$ 9,13**	**$ 23,18**

Fuente: Balances consolidados, diciembre 2018. *Para Medellín el último balance disponible es de diciembre de 2017.

34. **Para los demás municipios y departamentos, una revisión de la Auditoría General de la Nación sobre los excedentes de liquidez también evidencia niveles importantes de concentración.** A diciembre de 2017, los municipios y departamentos del país tenían recursos en la cuenta contable de efectivo por un monto de $22.3 billones de pesos, un 95% de los cuales se encontraban depositados en cuentas de ahorro y cuentas corrientes. Adicionalmente, de los $8.5 billones que tenían los departamentos en depósitos a la vista, el 41% estaba representado por los 10 departamentos con mayores depósitos.

Tabla 3. Posiciones en Efectivo, municipios y departamentos.

Departamento	Saldo Depósitos	Part. Total
Antioquia	$ 781.936,6	10%
Meta	$ 728.332,7	9%
Cundinamarca	$ 511.113,7	6%
Casanare	$ 501.941,3	6%
Santander	$ 475.260,5	6%
Chocó	$ 420.993,8	5%
Boyacá	$ 389.564,6	5%
Atlántico	$ 361.676,6	4%
San Andrés	$ 324.735,9	4%
Arauca	$ 294.015,0	4%
Resto	$ 3.308.759,9	41%
Total	**$ 8.098.330,6**	

Municipio	Saldo Depósitos	Part. Total
Medellín	$ 535.930,1	4%
Cali	$ 531.612,7	4%
Pto Gaitán	$ 326.253,0	2%
Soacha	$ 227.591,2	2%
Santa Marta	$ 223.516,8	2%
Bucaramanga	$ 214.074,1	2%
Ibagué	$ 195.430,5	1%
Pereira	$ 174.253,3	1%
Buenaventura	$ 164.844,7	1%
Cartagena	$ 159.636,8	1%
Resto	$ 10.418.721,9	79%
Total	**$ 13.171.865,1**	

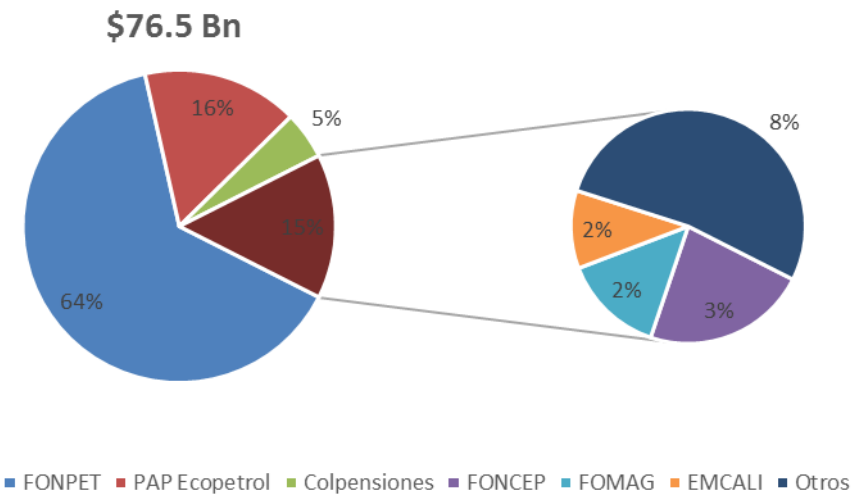
Fuente: Auditoria General de la República (2018). Datos a diciembre de 2017.

35. **Se evidencia una heterogeneidad importante en las entidades sujetas al régimen de inversión aplicable al manejo de excedentes de liquidez.** De más de 5.000 entidades consolidadas por la Contaduría General de la Nación, un grupo reducido que incluye a las empresas mixtas, y los principales municipios y departamentos representa casi la mitad de los recursos.

c. Pasivos Pensionales y Régimen de Prima Media

36. **A diciembre de 2018, 90 Patrimonios Autónomos administraban recursos de los pasivos pensionales por $76,5 billones de pesos.** El 64% de estos recursos corresponden a los cinco consorcios que administran el Fondo de Pensiones Territoriales -FONPET- ($49 bn), 16% a los tres consorcios que manejan el pasivo pensional de Ecopetrol ($12 bn) y 5% adicional a los tres patrimonios que administran recursos de Colpensiones. Del restante 15%, $5,4 billones corresponden a las tres entidades más grandes (Fondo de Pensiones del Distrito, Fondo de Prestaciones Sociales del Magisterio y Pensiones EMCALI) y $6 billones a los restantes 76 patrimonios autónomos.

Gráfico 6. Distribución de los Recursos de los Pasivos Pensionales



Fuente: SFC. Datos a diciembre de 2018

37. **Los instrumentos de deuda tienen una participación predominante dentro del portafolio de los pasivos pensionales.** La suma de la deuda pública y la privada es de más del 90% de los recursos administrados. Los títulos emitidos por el gobierno nacional representaron el 49,06% del portafolio, mientras que los títulos representativos de deuda de emisores nacionales alcanzaron el 40,6% del mismo. El 10% restante está distribuido entre títulos representativos de deuda de emisores extranjeros (1,9%), títulos participativos de emisores nacionales (2,9%), títulos participativos de emisores extranjeros (2,3%) y efectivo (3,05%).

38. **El valor del portafolio de inversiones de los inversionistas institucionales del régimen de prima media es pequeño respecto al del régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS).** El portafolio de inversiones de las sociedades del régimen de prima media fue de $4,8 billones de pesos, lo cual equivale al 1,9% de los Fondos de Pensiones Obligatorias privados. Sin embargo, el crecimiento real anual de estos recursos respecto al mismo periodo del año anterior fue de 2,4%, mientras que el de los Fondos de Pensiones y Cesantías privadas fue de -1,1%.

39. **Las inversiones en activos de emisores nacionales son las que ocupan un mayor espacio dentro del portafolio de inversiones de los fondos de prima media.** Los títulos de deuda emitidos por el gobierno nacional alcanzaron una participación de 48,75% del valor total del portafolio más efectivo. Adicionalmente, los títulos participativos de emisores nacionales tuvieron la segunda mayor participación de los activos con un 15,2% del total. Por su parte, el efectivo alcanzó un porcentaje equivalente a casi un tercio del total (27,8%).

d. Reservas Técnicas Compañías de Seguros

40. **Las reservas técnicas de las compañías de seguros ascendían a $58 billones de pesos en diciembre de 2018, y representaban el pasivo más importante de estas entidades.** Los activos totales de las compañías de seguros se situaron en $78.4b, a diciembre de 2018, con las inversiones y el disponible representando el 71,7% de ese total ($56.2 b).

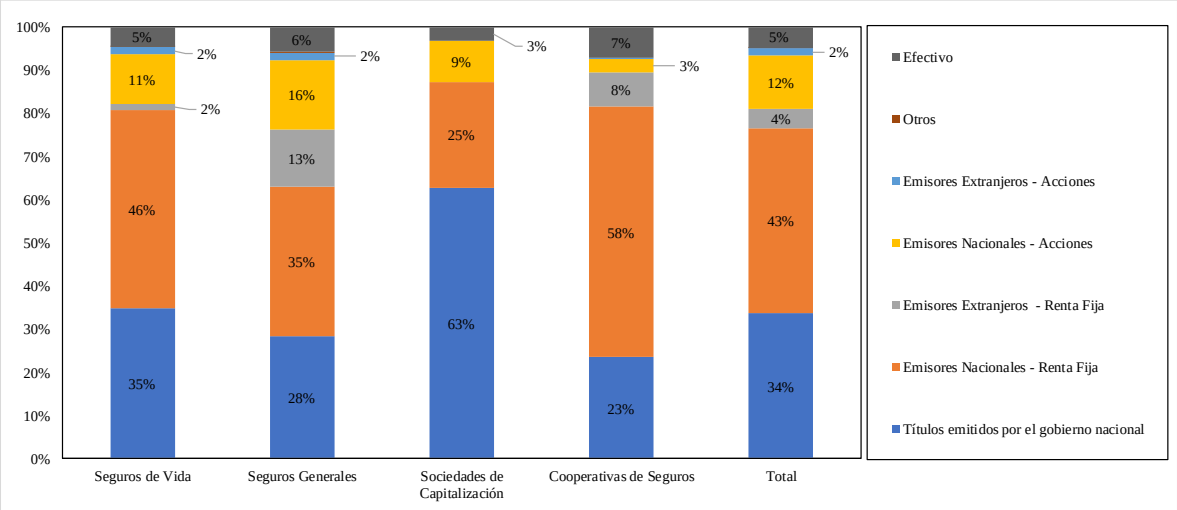
Tabla 4. Inversiones y reservas técnicas de las Compañías de Seguros.

Entidad	Efectivo	Inversiones	Reservas Técnicas
Seguros de Vida	$ 1.876.926,44	$ 39.773.909,64	$ 36.114.612,31
Seguros Generales	$ 781.219,41	$ 12.618.180,87	$ 20.350.340,06
Sociedades de Capitalización	$ 31.855,33	$ 928.260,51	$ 744.585,14
Cooperativas de Seguros	$ 54.077,79	$ 694.964,58	$ 794.598,77
Total	**$ 2.744.078,97**	**$ 54.015.315,59**	**$ 58.004.136,28**

Fuente: SFC. Datos a diciembre de 2018

41. **Las inversiones de las reservas técnicas de las aseguradoras están concentradas principalmente en instrumentos de deuda.** Las reservas técnicas son los recursos administrados por las aseguradoras que están sujetos al régimen de inversión. El portafolio de inversiones de la industria aseguradora está compuesto en un 43% por los instrumentos representativos de deuda de emisores nacionales y en un 34% por títulos emitidos por el gobierno nacional, lo cual significa que el 77% de las inversiones de las aseguradoras están destinadas a instrumentos de deuda. Se destaca que el tercer activo con mayor participación fueron los títulos participativos de emisores nacionales, mientras que los títulos participativos de emisores extranjeros solo llegaron a tener una participación del 2%.

Gráfico 7. Composición portafolio Aseguradoras y Sociedades de Capitalización.



Fuente: SFC. Datos a diciembre de 2018

42. Las compañías de seguros de vida registraron $39.8b en inversiones, al representar un aumento anual de $3.7b. El comportamiento del portafolio de inversiones se explicó en 47.9% por los instrumentos representativos de deuda de emisores nacionales, 32.6% en TES y 12% instrumentos de patrimonio de emisores nacionales.

4. Regímenes de Inversión de Inversionistas Institucionales en Colombia

43. **A continuación, se presentan los regímenes de inversión aplicables a los distintos inversionistas institucionales.** A través de este análisis se pueden mapear los objetivos de inversión establecidos por la norma para cada uno de estos fondos, identificar las prioridades de los inversionistas, entendiendo que sobre un mismo pool de recursos puede haber simultáneamente varios objetivos de política pública que se sobreponen.

a. Fondos de Pensiones y Cesantías

44. **La Ley 100 de 1993 crea el régimen de ahorro individual con solidaridad, y deja en cabeza de la entonces Superintendencia Bancaria hoy Superintendencia Financiera la facultad de señalar el Régimen de Inversiones que debían seguir las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías**. En ese sentido, el artículo 100 de la ley señalaba entre otras cosas que:

*"Con el fin de garantizar la **seguridad, rentabilidad y liquidez** de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno a través de la Superintendencia Bancaria, previo concepto, que no será vinculante, de una comisión del Consejo Nacional Laboral o el organismo que haga sus veces…"*

45. **Adicionalmente, el mismo artículo contemplaba unos límites máximos en exposición a títulos de deuda pública (50% de los recursos de los fondos), así como requisitos mínimos sobre la tasa de rentabilidad reconocida por dichos títulos**. Este tipo de medida fue tradicional en los países que implementaron alguna variante del régimen de ahorro individual, con el fin de evitar que el gobierno utilizara los recursos destinados a pensiones para su propia financiación en condiciones fuera de mercado.

46. A partir de esta directriz y de los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez, la Superintendencia Bancaria estableció el régimen de inversiones aplicable a los fondos de pensiones obligatorias administradores del RAIS, compilando dicho régimen en la Circular Básica Jurídica (C.E. 007 de 1996), el cual tuvo diversas modificaciones más que todo mediante la Circular Externa 018 de 2002 y la Circular Externa 013 de 2004 en lo relacionado con el régimen de inversiones en el exterior.

47. **Dicho régimen incluía también límites para una serie de activos de los mercados financieros, como los títulos emitidos por entidades financieras, titularizaciones y bonos del sector real entre otros**. Los mismos fueron establecidos con el fin de garantizar una diversificación mínima de los portafolios de estos inversionistas y para evitar una presión excesiva en mercados que resultaban pequeños para el tamaño potencial de estos inversionistas.

48. **Posteriormente, la Ley 1328 de 2009 implementó el sistema de multifondos con la creación de cuatro tipos de fondos de pensiones obligatorios que consideren las edades y los perfiles de riesgo de los afiliados, con el objetivo de procurar la mejor rentabilidad ajustada por riesgo para brindar las prestaciones previstas en la ley a favor de los afiliados.** En principio, se crean tres tipos de fondos con distintos portafolios de inversión para la etapa de acumulación según el nivel de riesgo: conservador, moderado y de mayor riesgo, donde cada trabajador cotizante tiene la libertad de escoger el tipo de fondo al que quiere destinar sus aportes, así como un fondo de retiro programado que actualmente cuenta con condiciones de inversión similares a las que tiene el fondo conservador. La reglamentación de los parámetros y condiciones del régimen de inversión de los FPO es desarrollada por el Gobierno Nacional.

49. **Con el fin de buscar transparencia en la toma de decisiones de inversión la reglamentación de la Ley obligó a las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías contar con políticas de inversión y asignaciones estratégicas de activos claramente definidas y aprobadas por su Junta Directiva**[5]. Así mismo, con el propósito de diferenciar los tipos de fondo de pensiones obligatorias se definieron los activos admisibles para cada uno de los portafolios y los límites de inversión de estos. En este sentido, esta reforma estableció por primera vez rangos mínimos de inversión en renta variable y en activos denominados en moneda extranjera para los distintos tipos de fondo de forma que se pudieran diferenciar los perfiles de riesgo entre los portafolios administrados por una misma administradora.

50. Así mismo, como lo hiciera en su momento la Circular Básica Jurídica expedida por la Superintendencia Financiera, la reglamentación emitida por el Gobierno Nacional estableció límites máximos de inversión por tipos de activos para cada uno de los tipos de fondo (Conservador, Moderado, Mayor Riesgo y Retiro Programado), manteniendo el límite transversal para la inversión en TES en un 50% del valor total del portafolio, es decir, agregado para todos los fondos administrados.

51. **En el caso del Fondo Moderado, en el cual se encuentran concentrados la mayoría de los afiliados[6], el régimen permite construir un portafolio balanceado entre los activos más riesgosos y aquellos menos volátiles**, atendiendo a que los afiliados de este fondo son en su

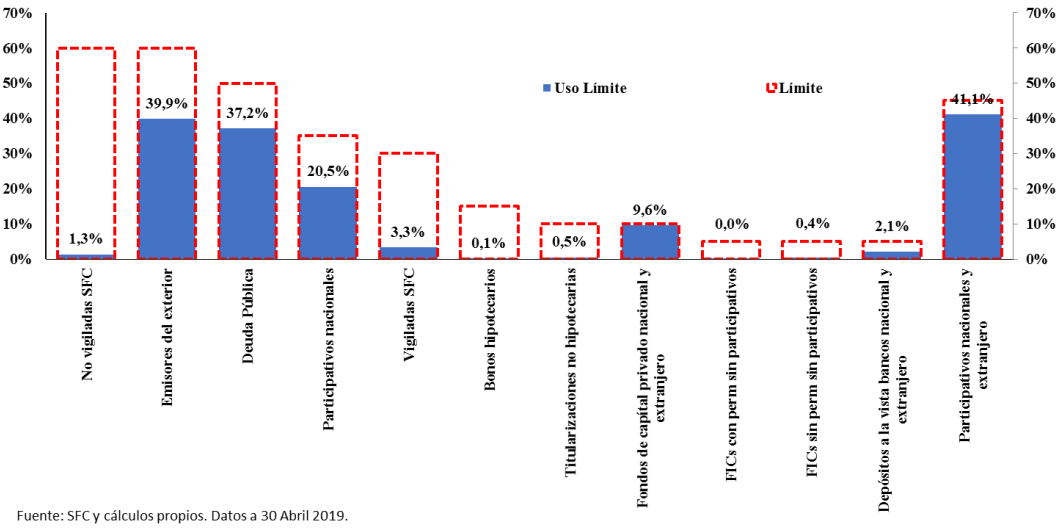
[5] Decreto 2955 de 2010

[6] Inicialmente se asignaban al fondo moderado todos los afiliados menores de 42 años mujeres y de 47 hombres, que no hubieran elegido fondo. Posteriormente, con la expedición del Decreto 959 de 2018, esta población empezó a ser asignada al fondo de mayor riesgo, respetando la progresiva convergencia de los mayores de 42 mujeres y 47 hombres, al fondo moderado, primero y luego al fondo conservador.

mayoría personas menores de 42 años mujeres y 47 años hombres, que aún tiene un horizonte de tiempo relevante para acumular capital para su pensión. En ese sentido, el espacio para invertir en títulos participativos llega hasta el 40% y el de activos en el exterior hasta el 60%, incluyendo también espacios para activos alternativos como los Fondos de Capital Privado y para activos restringidos.

52. A continuación, se pueden observar los principales límites aplicables a este fondo y el uso que se ha dado de los mismos:

Gráfico 8. Límites de Inversión vigentes y portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias Moderado.



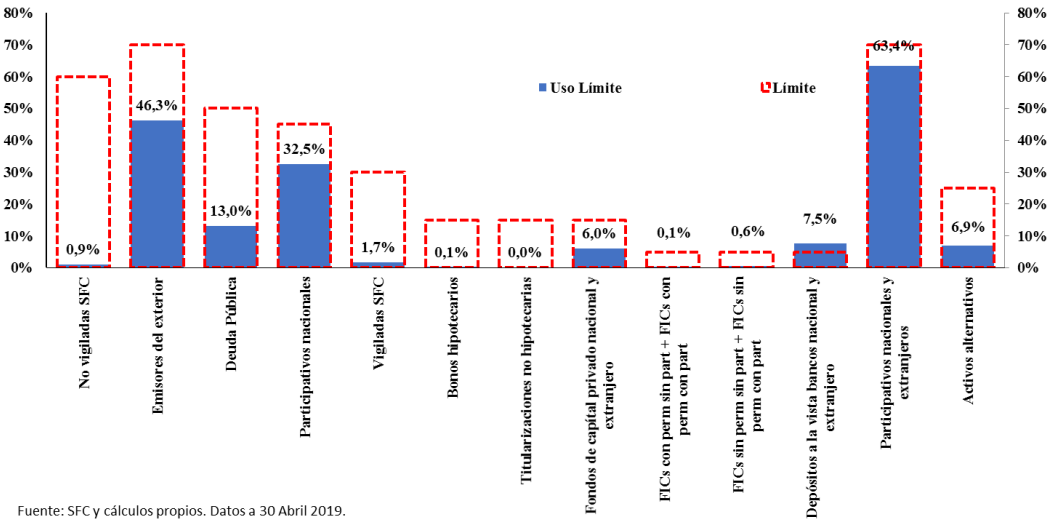
Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 Abril 2019.

53. En este caso se puede observar que, si bien aún hay espacio de holgura para la mayoría de los límites, las AFP han aprovechado las modificaciones regulatorias para darle un perfil más balanceado a este portafolio incorporando una mayor participación para los títulos de renta variable tanto nacional como extranjera.

54. El fondo de mayor riesgo permite a afiliados que tengan mayores horizontes de tiempo para permanecer en el fondo, usualmente los afiliados más jóvenes, estar expuestos a activos con mayor riesgo. Lo anterior con el objetivo de obtener mejores rentabilidades en el largo plazo de manera que se puedan obtener mayores tasas de reemplazo en las prestaciones pensionales.

55. Por esa razón, este fondo tiene un límite mayor para la inversión en títulos participativos (60%), activos del exterior (70%), activos alternativos como los fondos de capital privado y restringidos (4%). Como se observa en la gráfica 8, este tipo de fondo tiene una alta participación en títulos de renta variable tanto local como extranjera y una importante exposición a activos del exterior, diferenciándose cada vez más de los demás tipos de fondos.

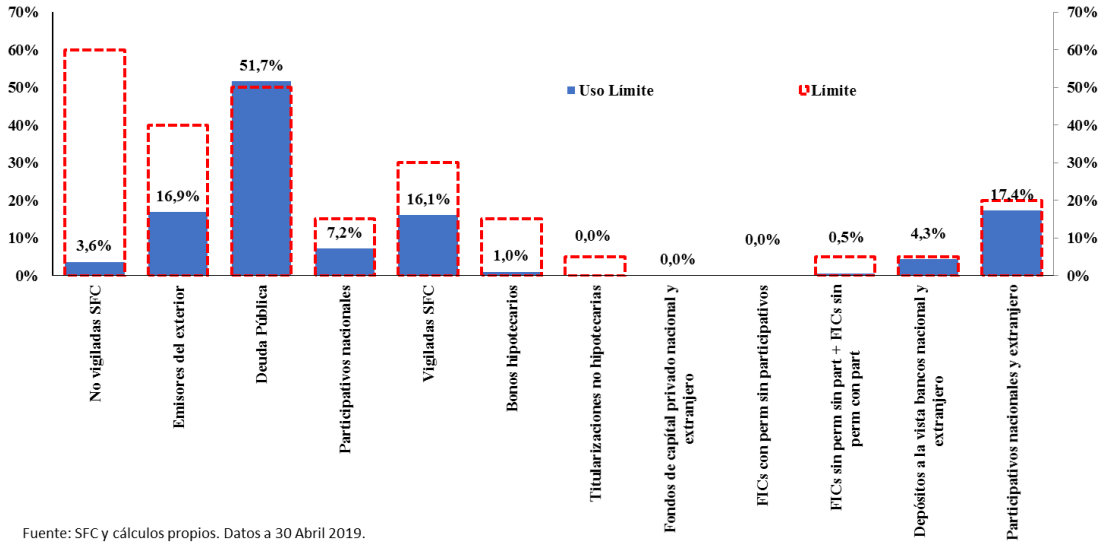
Gráfico 9. Límites de Inversión vigentes y portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias Mayor Riesgo.



Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 Abril 2019.

56. Por último, en la etapa de acumulación, el fondo Conservador está previsto para los afiliados próximos a pensionarse y en esa medida su exposición a activos más riesgosos es mucho menor. En ese sentido este portafolio tiene un límite del 40% para activos del exterior y uno de 15% para títulos participativos. Este fondo no puede invertir en FIC con pacto de permanencia o cerrados, acciones de baja y mínima bursatilidad, fondos de capital privado, fondos inmobiliarios, hedge funds, productos estructurados, entre otros.

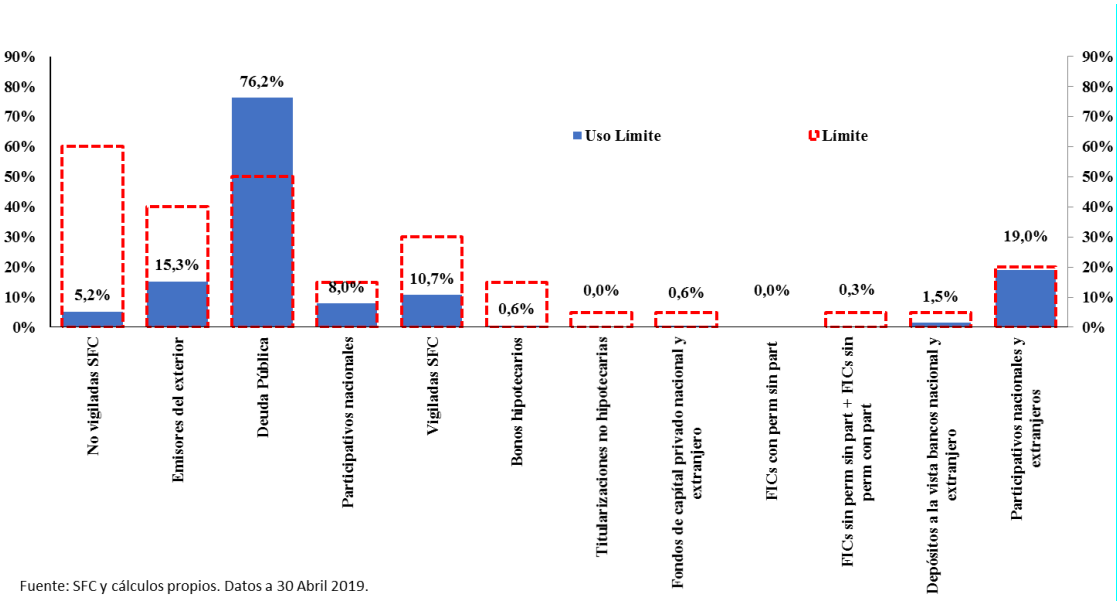
Gráfico 10. Límites de Inversión vigentes y portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias Conservador.



Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 Abril 2019.

57. Para la etapa de desacumulación, es decir, para aquellos afiliados que ya están recibiendo una mesada pensional, se cuenta con el fondo de Retiro Programado. Si bien por su vocación de ser un fondo pagador se consideró importante preservar su valor y por lo tanto aplicarle el régimen del fondo conservador, no debe olvidarse que este fondo tiene una gran heterogeneidad en términos de los perfiles de riesgos y horizontes de tiempo relevante de sus afiliados-pensionados.

Gráfico 11. Límites de Inversión vigentes y portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias de Retiro Programado.



Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 Abril 2019.

58. La estructura de límites de inversión se ha vuelto cada vez más compleja, fue originalmente pensada para un momento en que la industria estaba empezando y se buscaba que, al tiempo con una adecuada diversificación de los portafolios, se evitara una excesiva toma de riesgos que pudiera poner en peligro los aportes de los afiliados, siempre en procura de que se ofrecieran las mejores rentabilidades posibles en un marco de seguridad y preservación del capital.

59. **Hoy, más de 25 años después y con el esquema de multifondos ya implementado, es importante identificar cuáles son aquellos límites que realmente deben preservarse y cuáles valdría la pena remover en aras de la simplificación del régimen y de la asignación de reglas de hombre prudente en cabeza de los administradores**. Lo anterior tomando en consideración, que la mayoría de los límites vigentes no son vinculantes en los portafolios lo cual permite redirigir el foco regulatorio hacia los que resultan más relevantes y acordes con la naturaleza del esquema de multifondos.

60. En ese sentido, los activos que resultan diferenciadores entre los distintos tipos de fondos y que en esa medida garantizan el adecuado funcionamiento del esquema de multifondos, son los de renta variable o participativos, la exposición a moneda extranjera, los activos alternativos y, de

manera particular, los restringidos, por lo cual podrían ser los que tengan limitaciones en cuanto a su exposición.

61. En todo caso debe tenerse presente que si bien el afiliado es quien asume los riesgos de mercado de los portafolios, el esquema cuenta con otras seguridades que mitigan este riesgo como son la rentabilidad mínima y la reserva de estabilización, entre otras, por lo cual el régimen de inversiones no es el único anillo de protección con que cuenta el afiliado.

b. Excedentes de Liquidez

62. **En el caso de los excedentes de liquidez, se combina la necesidad de garantizar la seguridad de los recursos con una eficiente gestión de la tesorería a nivel del sector público de forma tal que puedan cumplir oportunamente las obligaciones para las que fueron destinados.** Los excedentes de liquidez de las entidades públicas están definidos en el artículo 55 del decreto 1525 de 2008 como "… todos aquellos recursos que de manera inmediata no se destinen al desarrollo de las actividades que constituyen el objeto de las entidades…".

63. **Desde el punto de vista normativo, el régimen de inversión aplicable a las entidades públicas se incorporó en el artículo 17 de la Ley 819 de 2003.** Dicha norma establece que las entidades territoriales tienen la obligación de invertir sus excedentes de liquidez en Títulos de Deuda Pública Interna de la Nación o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio.

64. **Estas disposiciones legales fueron reglamentadas a través de los decretos 538 y 1525 de 2008.** En ellos se establecían los activos admisibles, los niveles de calificación requeridos en las contrapartes y los procedimientos aplicables a la gestión de los excedentes de liquidez. Estos decretos contemplan un tratamiento diferencial para los distintos tipos de entidades públicas y combinan la obligatoriedad de establecer políticas de gestión de activos a nivel de las entidades con regímenes de inversión específicos dependiendo del tipo de entidad pública de que se trate.

65. **En julio de 2018, el Ministerio de Hacienda publicó para comentarios un Proyecto de Decreto que establecía normas diferenciales que reconocían la heterogeneidad de las entidades públicas**. En el proyecto, se complementaba la norma actual clarificando la definición de excedente de liquidez y autorizando la realización de operaciones de reciprocidad con entidades financieras. Adicionalmente se introducía la figura de administración delegada de los excedentes de liquidez en cabeza de las sociedades fiduciarias y se establece un marco más detallado de definición de las políticas que rigen el proceso de gestión de inversión y de transparencia frente a la Dirección General de Crédito Público y el Tesoro Nacional y a los entes de control.

66. **Por otra parte, el desarrollo de una estrategia de tesorería y deuda que permita administrar de manera eficiente los recursos de las entidades públicas ha sido incorporada como un objetivo explícito de los últimos Planes Nacionales de Desarrollo.** En este sentido, la Dirección General de Crédito Público ha implementado una serie de mecanismos que permitan reducir los costos de financiación del gobierno, a la vez que garantizan la disponibilidad de los recursos para el desarrollo de las labores de las distintas instancias de gobierno. La gestión de los recursos del Sistema General de Regalías y la implementación de la Cuenta Única Nacional centralizó el manejo de recursos de entidades del orden nacional para que se manejaran a través de la cuenta del Tesoro en el Banco de la República y se pudieran realizar los desembolsos directamente a los beneficiarios de los pagos una vez las entidades ordenadoras del gasto así lo autorizaran.

67. **En la misma dirección, pero con un alcance más ambicioso, los artículos 36 y 37 del Plan Nacional de Desarrollo 2019-2022.** En ellos se plantea la posibilidad de que el Tesoro Nacional se convierta en el administrador de excedentes de liquidez de entidades estatales de cualquier orden, y que pueda asumir la gestión de los activos y pasivos financieros de la Nación y otros entes públicos por delegación. Dependiendo del alcance que se le dé al nuevo esquema, el tamaño de los recursos sujetos al régimen de inversión de los excedentes de liquidez se puede reducir de manera significativa.

68. **Para las entidades de tamaño más pequeño, que no cuentan con las capacidades de gestión o el músculo para negociar condiciones favorables en los mercados, la existencia de la posibilidad de entregar estos recursos a la Tesorería a una tasa de remuneración definida es positiva.** Reduce la necesidad de desarrollar políticas de inversión y seguimiento independientes y les permite focalizarse en sus áreas misionales.

69. **Para las empresas mixtas de mayor tamaño, que compiten con entidades privadas, un régimen más flexible que les permita incorporar las características propias de sus negocios puede ser más conveniente**. En todo caso, en la medida en la que la disponibilidad de este activo libre de riesgos sea voluntaria, el manejo del portafolio puede ser más eficiente. Un caso similar puede aplicar a las entidades territoriales con un mayor nivel de sofisticación.

c. Pasivos Pensionales

70. **Como parte de las medidas adoptadas para enfrentar la crisis económica de finales de los años noventa, se expidieron una serie de normas para garantizar el cumplimiento de las obligaciones pensionales de entidades públicas y privadas.** En particular, la Ley 549 fue expedida con el fin de crear un marco normativo para financiar el pasivo pensional de las entidades territoriales y en ese sentido creó el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales. De manera análoga, la Ley 550 de 1999 incluyó disposiciones para la normalización de los pasivos pensionales de entidades incursas en procesos concursales.

71. **Para la implementación de las normas expedidas se reglamentó la figura de los Patrimonios Autónomos Pensionales a través del decreto 941 de 2002.** Estos patrimonios debían ser administrados por sociedades administradoras de fondos de pensiones o por sociedades fiduciarias y su régimen de inversiones debía ser el mismo aplicable a los fondos obligatorios de pensiones, tanto respecto de las inversiones admisibles como en relación con los límites individuales y globales de inversión. Sin embargo, se excluyeron las acciones y títulos participativos del universo de activos admisibles.

72. **Posteriormente, a través del decreto 1861 de 2012, se unificaron las disposiciones aplicables a los distintos tipos de pasivos pensionales, incluyendo al FONPET**, permitiendo la inversión en acciones hasta por un 5% del valor de los portafolios, un límite más bajo que el correspondiente al Fondo de Pensiones Moderado (35%), restringiendo adicionalmente este monto a la inversión a fondos bursátiles accionarios.

73. **Una mayor flexibilidad en el régimen fue incorporada en el Decreto 1913 de 2018**. Esta norma introdujo modificaciones que ampliaron el límite aplicable a las inversiones en acciones de 5% al 10% del valor de portafolio, en todo caso manteniendo la restricción para el mercado local en el sentido de requerir que se hagan a través de Fondos que siguen índices bursátiles. La nueva norma también permitió que hasta un 5% de los recursos del FONPET sean invertidos en Fondos de capital privado que destinen sus recursos a la inversión en proyectos de infraestructura desarrollados bajo el esquema de Asociaciones Público-Privadas.

74. La aplicación de un régimen de inversión único para entidades que difieren significativamente en tamaño, capacidades de gestión y monitoreo y en perfiles de inversión, plantea un reto significativo para el establecimiento de las normas.

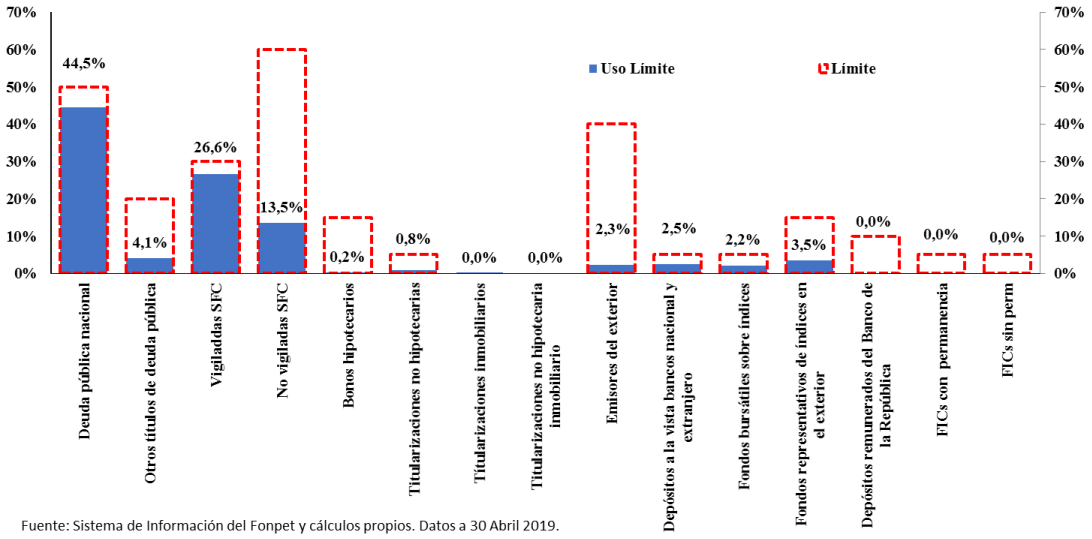
i. Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales - FONPET

75. **Fue creado mediante la Ley 546 de 1999 con el objeto de financiar el pasivo pensional de las entidades territoriales, no tiene personería jurídica y es administrado por el Ministerio de hacienda y Crédito Público**. Como tal, su estructura jurídica funciona a través de patrimonios autónomos constituidos por administradoras de fondos de pensiones y cesantías privadas o públicas, por sociedades fiduciarias o por compañías de seguros de vida.

76. **Respecto de su régimen de inversiones, el numeral 5 del artículo 7 de la Ley 546 de 1999 establecía que los recursos del fondo serían invertidos en consideración de la regulación prevista para la inversión de las reservas del régimen de ahorro individual con solidaridad, bajos los principios de rentabilidad y seguridad**. La principal diferencia entre los dos tipos de régimen es el tratamiento de las acciones y activos alternativos, que fueron prohibidos por el primer régimen emitido a través del Decreto 1044 de 2000. Algunas de las razones que pueden haber influenciado esta exclusión tenían que ver con la volatilidad en el precio de esos activos

y sus implicaciones frente la interpretación del detrimento patrimonial frente a inversiones de activos específicos, así como el potencial impacto de la inversión sobre los precios de mercados específicos dado el tamaño de los recursos administrados.

Gráfico 12. Límites de Inversión vigentes y portafolio FONPET.



Fuente: Sistema de Información del Fonpet y cálculos propios. Datos a 30 Abril 2019.

77. Por normatividad se establece que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en su condición de administrador del FONPET, seleccionará los administradores de los patrimonios constituidos para administrar los recursos del FONPET mediante un proceso de licitación pública de conformidad con las reglas de la Ley 80 de 1993, sus normas reglamentarias.

78. **En octubre de 2012 se realizó la última asignación para la administración de los recursos del FONPET, resultando seleccionados 5 consorcios adjudicados por subasta competitiva** dependiendo de la menor comisión de administración sobre los rendimientos obtenidos. Dicha adjudicación fue realizada por cinco años y utilizó un esquema en el que se alineaban los incentivos de los administradores a través del mecanismo de comisión por desempeño.

Tabla 5. Consorcios que administran el FONPET

Fideicomiso	Inversiones (billones COP)	Participación
30443 PAP - MHCP FONPET - CONSORCIO CCP2012	$ 17,07	35,5%
30736 CONSORCIO FONPET 2012 FIDUBOGOTÁ - PORVE	$ 16,52	34,3%
30592 PA CONSORCIO SOP 2012 6-3-0003	$ 7,76	16,1%
30465 CONFIAR FONPET	$ 4,82	10,0%
30536 PATRIMONIO AUTONOMO FONPET 2012	$ 1,96	4,1%
TOTAL	$ 48,14	100,0%

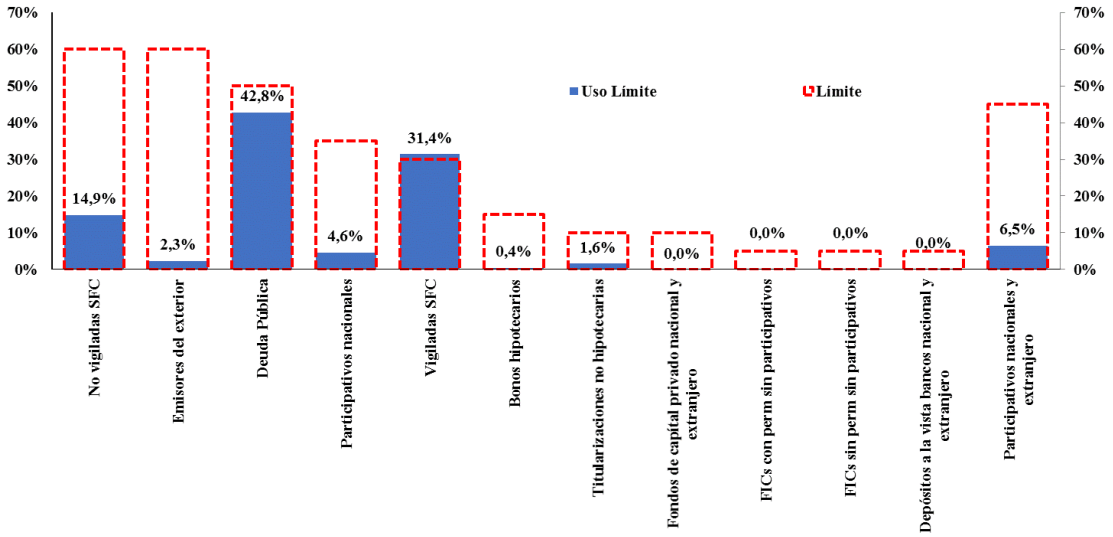
Fuente: SFC. Cifras a diciembre de 2018

79. **El Comité Directivo del FONPET determina las políticas generales de administración del Fondo de acuerdo con la ley**, aprueba los estados financieros del Fondo y constituye un espacio en el cual las administradoras de los recursos del FONPET exponen su gestión. En ese sentido, es la instancia que monitorea la gestión y define las políticas de administración de los recursos con sujeción a las reglas establecidas en la ley y los decretos reglamentarios.

ii. Patrimonios Autónomos de Garantía de Ecopetrol

80. **Los Patrimonios Autónomos de Garantía de Ecopetrol, fueron creados por el Decreto 2153 de 1999 para garantizar el fondeo y pago de la obligación que tenía Ecopetrol con sus trabajadores y pensionados** al momento de expedición del decreto. A partir de la aprobación de la conmutación pensional parcial de Ecopetrol en 2008, los Patrimonios Autónomos de Garantías se transformaron en patrimonios autónomos pensionales y quedaron sujetos a las normas contenidas para esos vehículos.

Gráfico 13. Límites de Inversión y portafolio Pasivo Pensional Ecopetrol.



Fuente: Ecopetrol y cálculos propios. Datos a diciembre de 2015, previo a la subasta de Administradores

81. **La administración de los portafolios de los pasivos pensionales se contrata de acuerdo con las normas establecidas en el decreto 941 de 202 y a la ley 80 de 1993.** En este marco, Ecopetrol ha realizado dos subastas públicas en las que las entidades administradoras han sido seleccionadas para gestionar por periodos de 5 años los recursos del portafolio (2011-2016 y 2016-2021). En la última adjudicación, tres consorcios fueron seleccionados para administrar los Patrimonios Autónomos Pensionales (PAPs) de Ecopetrol como se muestra a continuación:

Tabla 6. Consorcios que administran los Patrimonios Autónomos Pensionales de Ecopetrol.

Fideicomiso	Inversiones (billones COP)	Participación
65108 PAP ECOPETROL PACC	$ 4,07	33,5%
65420 PAP ECOPETROL	$ 3,98	32,8%
65095 P,A ECOPENSIONES 2016	$ 4,08	33,7%
TOTAL	$ 12,13	100,0%

Fuente: SFC. Cifras a diciembre de 2018

82. **El esquema de remuneración combina elementos que permiten cubrir los costos fijos de los administradores y elementos que alinean los incentivos con los del inversionista.** La comisión reconocida a los administradores tiene tres componentes: una comisión fija, que se calcula en función de los activos administrados; una comisión de administración que fue uno de los criterios utilizados para asignar la subasta; y una comisión por desempeño que se calcula al finalizar el plazo de la ejecución del contrato de administración, y que recompensa a los administradores que tienen un mejor desempeño desde la perspectiva de retorno ponderado por riesgo.

83. Finalmente, desde el punto de vista del arreglo institucional, se combina una definición de lineamientos generales de inversión a nivel de Junta Directiva de la compañía con un rol de seguimiento y verificación del cumplimiento de la normativa en cabeza del Comité de administración de los PAPs.

d. Reservas Técnicas de las Compañías de Seguros[7]

84. **El régimen de inversiones de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras se enmarca en el interés público que por mandato constitucional tiene la actividad que desempeñan y la especial protección que, en consecuencia, deben tener los consumidores financieros que adquieren sus productos**. Por tal razón y a lo largo de la historia, estos regímenes han propendido por la constitución de reservas técnicas que respalden las obligaciones que tiene las entidades con los asegurados y han buscado que dichas reservas se encuentren invertidas en activos que tengan una adecuada seguridad, rentabilidad y liquidez.

85. **Las primeras normas expedidas que establecían requisitos respecto de las inversiones a realizar por parte de estas instituciones se dieron en los años veinte del siglo pasado e incluían las inversiones que respaldaban tanto las reservas y como el capital de las aseguradoras constituidas en el país**. En un principio, las inversiones se limitaban a bienes inmuebles y valores emitidos por el gobierno o el Banco Central, pero en Leyes posteriores se amplió el grupo de activos admisibles para incluir títulos de bancos comerciales, préstamos con colaterales específicos y valores emitidos en el exterior, aunque en este último caso también se fijaron límites máximos para la inversión.

[7] Para la revisión de la evolución histórica del régimen de inversiones se utiliza Castro y Macías (2011)

86. **Con la expedición del Decreto Ley 1961 en 1960, y por casi tres décadas se instauró un modelo en el que una parte importante de las reservas de las Compañías Aseguradoras era orientada a inversiones forzosas para el desarrollo de infraestructura y la financiación de la deuda pública**. En el régimen establecido, se diferenciaban dos regímenes: el primero, hacía referencia a las inversiones admisibles y otorgaba alguna flexibilidad a la Superintendencia Bancaria para definir los activos que se podían utilizar para respaldar el capital y las reservas; y el segundo, correspondiente a las inversiones forzosas definía unos porcentajes para inversiones en deuda pública y en sectores específicios del aparato productivo (vivienda, infraestructura e industria entre otros). Este esquema era parte de un mecanismo más amplio en el que el gobierno dirigia recursos y financiación en la economía.

87. **En los años 90 se inició en Colombia, y de manera general, en América Latina un proceso progresivo de liberalización económica**, que buscaba promover el desarrollo de la región. En este contexto, **el régimen fue revisado nuevamente básicamente eliminando las inversiones forzosas**, pero creando dos regímenes, uno de inversiones obligatorias que representaba el 40% de las reservas (invertido principalmente en deuda pública) y otro de inversiones admisibles para el 60% restante. En esta década, además, se eliminó la posibilidad de invertir en deuda de entes territoriales, se incorporó la obligación de que algunos activos tuvieran una calificación internacional y se avanzó hacia la valoración de portafolios a precios de mercado.

88. **Hacia finales de los 90, fundamentalmente como resultado de la crisis económica y del terremoto en el eje cafetero, se estableció un único régimen de inversiones listando los activos admisibles con sus respectivos límites y requisitos de calificación**, se prohibió la inversión en bienes raíces y se estableció que la reserva técnica de terremoto debía permanecer invertida en activos del exterior (Decreto 94 de 2000). Hacia adelante, en los años 2000 se introdujeron algunas modificaciones permitiendo la inversión en fondos de capital privado, operaciones monetarias (repos, simultáneas y transferencia temporal de valores) y derivados financieros tanto de cobertura como con fines de inversión (decretos 3285 de 2005, 343 de 2007 y 1796 de 2008).

89. **Posteriormente, en 2010, se definieron regímenes separados para las compañías de seguros de vida y de seguros generales, teniendo en cuenta los diferentes horizontes de tiempo para el cumplimiento de sus obligaciones**. En esta revisión se actualizaron algunos de los límites existentes y se incorporan unos nuevos convergiendo más claramente hacia el régimen de los fondos de pensiones, se establecen reglas más claras sobre los custodios y se permite la inversión en bienes inmuebles para las compañías de seguros de vida con un límite muy bajo.

5. Referentes de Gestión de Activos en Colombia

90. **La administración de las Reservas Internacionales del Banco de la República y la Reserva del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras – Fogafín- evidencian algunas características que permiten la implementación eficiente de mecanismos de inversión más flexibles en el**

marco de objetivos definidos en la ley. En ambos casos se trata de portafolios que cumplen funciones macroeconómicas y de estabilidad financiera específicamente definidas por disposiciones de carácter legal, y que son la base para la definición de las políticas de inversión. Se incluyen como referencia, pues, aunque no se encuentran sujetas a un régimen de inversión definido en la normatividad, permiten ilustrar algunas de las consideraciones más importantes de cara a las alternativas existentes a la hora de invertir los recursos de los inversionistas institucionales.

a. Reservas Internacionales Banco de la República[8]

91. **La Constitución y la Ley 31 de 1992, establecen que el Banco de la República administrará las Reservas Internacionales del país. También definen los criterios con los que estas deben ser manejadas: seguridad liquidez y rentabilidad**. Para diciembre de 2018, las Reservas Internacionales Brutas alcanzaban $48 mil millones de dólares.

92. **El Banco de la República mantiene reservas internacionales en cuantías que considera suficientes para intervenir en el mercado cambiario y para facilitar el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales**. En el primer caso, se trata de una de las herramientas disponibles para la implementación de la política monetaria, con el fin de garantizar que la la inflación se encuentra cerca de su nivel objetivo y que el producto crece cerca de la tendencia de largo plazo. Y en el segundo, las Reservas se convierten en una señal significativa hacia los mercados sobre la capacidad de la economía colombiana de responder a choques externos y posibilitar el cumplimiento de las obligaciones adquiridas en los mercados financieros internacionales por parte de agentes públicos y privados locales.

93. En este contexto, se estructura un esquema institucional con dos instancias principales que permitan administrar el portafolio de las Reservas garantizando el cumplimiento de los objetivos definidos a nivel legal. **De una parte, el Comité de Reservas Internacionales, integrado por los miembros de la Junta Directiva del Banco[9], define las políticas de administración** incluyendo los lineamientos de inversión y el índice de referencia, herramientas que definen los criterios de composición para el portafolio de inversión, los tipos de activos elegibles, las operaciones autorizadas y la exposición tolerable a los distintos riesgos.

94. La política de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales está en línea con las prácticas de la mayoría de los bancos centrales en el mundo y funciona en un entorno de régimen de tasa de cambio flexible y está caracterizada por los siguientes principios:

    a. **Seguridad y Liquidez:** Inversiones en activos financieros con altos niveles de seguridad, y liquidez los cuales se caracterizan por un amplio mercado secundario. Sujeto al

[8] El contenido de esta sección se apoya fundamentalmente en el documento de Banco de la República (2017)

[9] En el caso del Ministro de Hacienda, puede participar directamente o enviar un delegado.

cumplimiento de estos principios se optimiza el portafolio para obtener unos niveles de retorno aceptables, toda vez que la ley también incluye la rentabilidad de los activos como uno de los objetivos a perseguir.

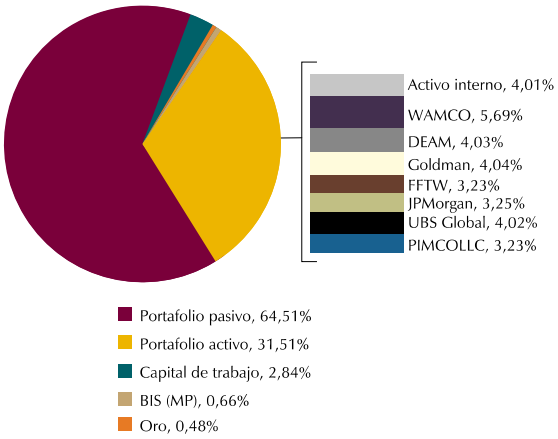
b. **Teoría moderna de portafolio:** El portafolio de inversión está diversificado y su rentabilidad, liquidez y seguridad son evaluadas, no con base en el comportamiento de las inversiones individuales, sino en conjunto.
c. **Calce con las obligaciones esperadas:** Se definen tramos del portafolio de inversión para cubrir las necesidades de liquidez esperadas. Los activos que no hacen parte del tramo más corto se asignan en inversiones de bajo riesgo, pero con mayor plazo y más retorno esperado.

95. **De otra parte, el Comité Operativo de las Reservas hace seguimiento y promueve una eficiente gestión del riesgo operativo de las reservas**. La existencia de un equipo técnico y tecnológico idóneo es fundamental para garantizar la operación eficiente del esquema de administración de las reservas, tanto a nivel interno como con los administradores delegados. Existe una separación clara entre las áreas funcionales encargadas de ejecutar las transacciones financieras, quienes monitorean el cumplimiento de las políticas de inversión y aquellos que hacen su registro, confirmación y conciliación con el fin de minimizar los riesgos de fraude, operativo y legal, entre otros.

    a. **El Front Office:** Es la Subdirección de Gestión de Portafolios Internacionales del Departamento de Inversiones Internacionales y pertenece a la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales. Está encargada de la planeación y ejecución de las operaciones de los portafolios administrados.
    b. **El Middle Office:** La Subdirección de Riesgos del Departamento de Inversiones Internacionales hace parte de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales. Se encarga de monitorear a todos los portafolios, con el objetivo de verificar el cumplimiento de las políticas y lineamientos de inversión establecidos por el Comité de Reservas.
    c. **El Back Office:** Es Departamento de Registro y Control de Pagos Internacionales (DRCPI) y pertenece a la Subgerencia de Operación Bancaria y de Sistemas de Pagos. Está encargado de la confirmación, liquidación y conciliación de las operaciones realizadas durante el proceso de inversión.

96. **La delegación de la gestión de una parte del portafolio a entidades a nivel mundial tiene como objetivo obtener una rentabilidad superior al índice de referencia y apoyar en el desarrollo de capacidades internas en el Banco**. Existe un portafolio de referencia que sirve de guía para invertir la porción del portafolio que se maneja de manera pasiva, y como referente para evaluar el desempeño de las áreas o entidades que participan en la gestión activa del 31% del portafolio de inversión que se administra de forma activa.

Gráfico 14. Composición Portafolio de Inversión Reservas Internacionales, diciembre 2016.



Fuente: Banco de la República (2017). Datos a diciembre de 2016

b. Fogafín[10]

97. **Fogafín fue creado bajo la Ley 117 de 1985, y es una Autoridad de Intervención y Vigilancia del sistema financiero, sujeta a las normas establecidas en el Título I de la parte XIII del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF).** La entidad tiene como objeto general "*la protección de la confianza de los depositantes y acreedores en las instituciones financieras inscritas, preservando el equilibrio y la equidad económica e impidiendo injustificados beneficios económicos o de cualquier otra naturaleza de los accionistas y administradores causantes de perjuicios a las instituciones financieras y procurando minimizar la exposición del patrimonio propio del Fondo o de las reservas que este administra, a las pérdidas.*"

98. **Para el cumplimiento de este objeto general, el Fondo debe contar con la disponibilidad de los recursos suficientes para implementar las operaciones autorizadas por la ley para resolver un escenario de crisis financiera o de intervención de una entidad específica[11]**. En ese sentido, el artículo 320 del EOSF determina que el Fondo podrá: *"Invertir sus recursos en los activos que señale la Junta Directiva. Cuando se trate de inversión en títulos de deuda pública o emitidos por entidades oficiales distintas de las del sector financiero, tales operaciones deberán realizarse con sujeción a los objetivos propios del fondo y con el propósito específico de distribuirlas de acuerdo con criterios de rentabilidad y eficiencia*."

99. **En resumen, la ley permite a Fogafín fijar la política de inversiones observando criterios de rentabilidad y eficiencia, y procurando minimizar la exposición de los recursos que administra**

[10] El contenido de esta sección se apoya fundamentalmente en el documento de Banco de la República (2017)
[11] Las operaciones autorizadas se encuentran en el Artículo 320 del EOSF.

a las pérdidas. Para diciembre de 2018, los fondos bajo administración ascendían a $19,3 billones de pesos, equivalentes a 4.8% de los depósitos asegurables a través del seguro de depósitos. En ese sentido, Fogafín invierte la reserva teniendo en cuenta cuatro principios[12]:

a. **Seguridad:** Invertir los recursos de forma que se propenda por preservar el valor total del portafolio en la moneda de denominación. En ese sentido, se establecen criterios en materia de duración del portafolio y cotas a los niveles de riesgo crediticio.
b. **Liquidez:** teniendo en cuenta la importancia de la oportunidad en la ejecución de las medidas requeridas, por ejemplo, el pago del seguro de depósitos, así como la dificultad para determinar el momento de ocurrencia de un siniestro, se da prioridad a activos con amplios mercados secundarios que permitan una liquidación en ventanas de tiempo muy cortas.
c. **Retorno:** sujeto a marco de riesgo prudente, se busca que el portafolio ofrezca una remuneración adecuada dado el riesgo asumido. En línea con la teoría moderna de portafolio, este principio se aplica a nivel de portafolio y no de inversiones individuales.
d. **Correlación negativa con los Riesgos Asegurados:** busca asegurar que los activos se valoricen, o por lo menos no pierdan valor en el evento de la materialización de los riesgos que se están asegurando. En el caso de la resolución de entidades individuales se busca invertir en activos de bajo riesgo y fácil realización (títulos de gobierno); y para eventos de mayor dimensión en los que la estabilidad del sistema esté comprometida, se reconoce la correlación negativa existente con la moneda local; por esta última razón la política define que el 85% se encuentre invertida en activos internacionales que podrían valorizarse en los eventos mencionados.

100. **El Fondo cuenta con un equipo humano y tecnológico idóneo para garantizar el funcionamiento del esquema**. Las responsabilidades de la realización de las inversiones, el seguimiento y cumplimiento de los lineamientos de gestión y el registro, confirmación y conciliación de las operaciones están a cargo de áreas claramente diferenciadas.

a. **El Front Office:** El Departamento de Gestión de Inversiones ejecuta las operaciones de tesorería y administra los portafolios administrados internamente por el fondo.
b. **El Middle Office:** El Departamento de Riesgos Financieros de la Reserva monitorea el cumplimiento de los lineamientos de inversión, define los portafolios de referencia y establece las metodologías para la medición y control de los distintos riesgos asociados a la gestión de la Reserva del Seguro de Depósitos.
c. **El Back Office:** Es Departamento de Operaciones de Tesorería es el área operativa de la tesorería y se encarga de los procesos de liquidación y cumplimiento de las operaciones; también realiza la valoración y conciliación de las operaciones realizadas durante el proceso de inversión.

[12] Informe de Gestión, Fogafín (2018)

101. **La definición de políticas de inversión por parte de la Junta Directiva del Fondo incluye el uso de portafolios de Referencia y la definición de lineamientos de inversión**. Los primeros permiten instrumentalizar la preferencia de riesgo- retorno y fijar el posicionamiento estratégico de los recursos. Y los segundos acotan los riesgos que pueden tomar los administradores delegados del portafolio.

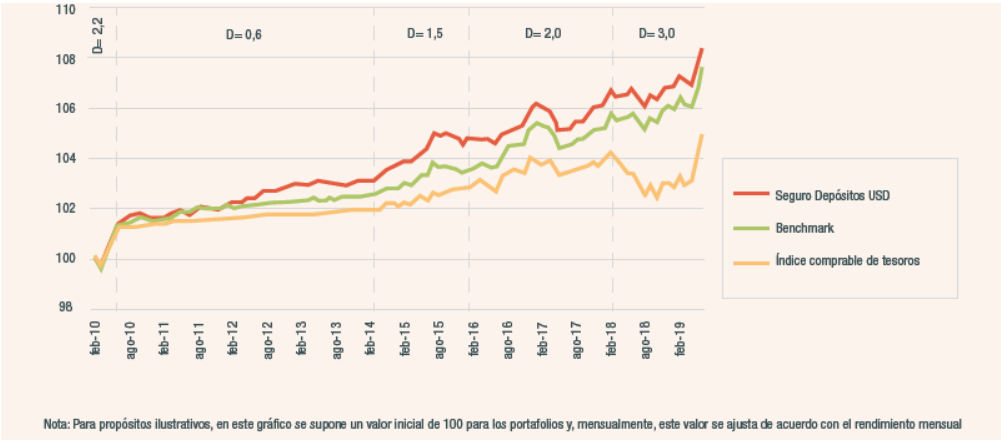
Tabla 7. Portafolios de referencia Reserva del Seguro de Depósitos

Portafolio	Índice Asociado	Participación
Moneda extranjera[1]	ICE ML 0-1 años Tesoros de Estados Unidos	40,0%
	ICE ML 5-10 años Tesoros de Estados Unidos	9,0%
	ICE ML más de 10 años Tesoros de Estados Unidos	9,0%
	ICE ML 1-3 años Agencias de Estados Unidos	6,0%
	ICE ML 1-3 años Gobierno de Canadá	9,0%
	ICE ML 0-1 años Gobierno de Reino Unido	6,0%
	ICE ML 1-3 años Gobierno de Australia	6,0%
	ICE ML 1-3 años Gobiernos de Europa excluyendo AA- e inferiores	9,0%
	ICE ML US supranacionales	6,0%
Pesos	Títulos de deuda pública emitidos por el Gobierno Nacional	100%

Fuente: Fogafín (2019). Composición a diciembre de 2018

102. **En el caso del portafolio en moneda extranjera, Fogafín utiliza administradores externos para casi el 90% de los recursos.** La delegación de la gestión permite desviaciones frente al portafolio de referencia dentro de los límites establecidos por los lineamientos de inversión y busca generar retornos superiores, como ha sido el caso desde la implementación del esquema en 2010. Con el fin de alinear los incentivos de los administradores, la remuneración se realiza con base en el alfa generado, y se monitorea de forma permanente su desempeño, permitiendo el cambio de un administrador si se encuentra permanentemente desempeñándose por debajo del *benchmark*.

Gráfico 15. Retornos acumulados en dólares, (febrero 2010 - diciembre 2018)



Fuente: Fogafín (2019). Datos a diciembre de 2018

c. Lecciones de los esquemas de gestión de referencia

103. Algunas de las características que viabilizan la existencia de estos esquemas son:
   a. Posibilidad de definir la Política de Inversiones al más alto nivel de gerencia de las entidades (Juntas Directivas)
   b. Capacidades internas para asignar la administración y monitorear su desempeño a lo largo del tiempo
   c. Tamaño importante para garantizar los recursos para respaldar el esquema de gestión.
   d. Existencia de Referentes claros (benchmarks) en las clases de activos admisibles. (Activos internacionales de la mayor calidad crediticia con liquidez significativa)

104. Las características deseables de un régimen de inversión:
   a. Que tenga incentivos alineados para el administrador
   b. Afectación directa de los resultados de las entidades
   c. Remuneración basada en desempeño
   d. Que se enfoque en calzar los perfiles de los activos con las necesidades futuras de recursos, ciertas o estimadas.

105. Que haya la posibilidad de definir un benchmark contra el cuál se va a medir el desempeño de los administradores

6. Reflexiones y recomendaciones

106. **En la presente sección se plantean las principales reflexiones y se realizan propuestas de modificación a los regímenes actuales,** de forma tal que haya correspondencia con los objetivos de inversión de los recursos y se promueva una participación más activa de distintos jugadores en los mercados de capitales.

a. Fondo de Pensiones y Cesantías

107. Muchos de los límites fueron introducidos en un momento en el que era necesario garantizar un nivel mínimo de diversificación y probar el desempeño de los administradores. A 25 años de la introducción del Régimen de Ahorro Individual en pensiones, que es el origen de la definición de los regímenes de inversión del estilo compartimientos, vale la pena revisar la existencia de muchos de ellos.

108. Con excepción de aquellos límites que garantizan la diferenciación entre los tipos de portafolios de riesgo del esquema de multifondos (acciones, riesgo cambiario) y de los límites de activos alternativos, parecería conveniente simplificar de manera importante los regímenes de inversión.

109. Para recursos pensionales, el horizonte de tiempo hace más difícil la escogencia de un benchmark y la remuneración en los plazos relevantes de los administradores. En un esquema de mayor flexibilidad de inversión surgen algunos interrogantes:

a. ¿Cómo se modificaría el esquema de rentabilidad mínima?
b. Comisión por desempeño para alinear los incentivos del administrador con el afiliado
c. ¿Quién define el Benchmark?
d. ¿Cómo garantizar remuneración en el horizonte relevante?
e. ¿Tiene el afiliado las herramientas para hacer el monitoreo de la gestión?

110. En un escenario donde los administradores y los emisores de activos pertenecen a los mismos grupos económicos, el fortalecimiento del marco normativo que reglamenta la gestión de los conflictos de interés es una pieza fundamental para poder avanzar en la flexibilización de los Regímenes de Inversión.

b. Pasivos Pensionales

111. Para recursos pensionales, el horizonte de tiempo hace más difícil la escogencia de un benchmark y la remuneración en los plazos relevantes de los administradores. Los grandes pasivos pensionales, incluyendo Ecopetrol y FONPET, tienen esquemas de administración delegada en los que periódicamente se subasta la administración de los recursos.

112. Los retos más importantes de este tipo de esquemas tienen que ver con el acortamiento del horizonte relevante para el administrador, toda vez que se realizan subastas periódicas (eg. 5 años) que implican un potencial cambio de gestor y son el periodo efectivo más largo sobre el que se puede medir la labor de las entidades gestoras. En este sentido, cabría la posibilidad de hacer un seguimiento continuo de los administradores y contemplar la posibilidad de cambio para aquellos que tengan un desempeño por debajo de ciertos estándares. Eso permitiría mantener a los demás administradores por periodos más largos y evitaría la realización de la subasta completa de recursos en un momento determinado.

113. Los pasivos pensionales más grandes tienen condiciones similares a Fogafín y las Reservas Internacionales del banco de la República en aspectos como la existencia de una política de Inversiones definida a nivel de las juntas Directivas, capacidades internas y tamaño suficiente. En el caso específico de FONPET, el rol de una instancia análoga a la Junta Directiva para definir los lineamientos estratégicos y el benchmark, al igual que el equipo de seguimiento a la gestión de administración por parte de los terceros se puede fortalecer.

114. Por último, teniendo en cuenta el rol central de la definición estratégica de la política de asignación de activos, a nivel de Junta Directiva o su equivalente, se podría contemplar para los pasivos pensionales más grandes la posibilidad de flexibilizar el régimen que ha estado referenciado al de las AFP.

c. Excedentes de Liquidez

115. Para el manejo de los excedentes de liquidez de la nación la reglamentación de los Artículos 36 y 37 de la Ley del Plan Nacional de Desarrollo, ofrece una oportunidad para generar mejores rendimientos para las entidades del Sector Público, más competencia en el Sector Financiero y una demanda de activos de mercado de capitales de corto y mediano plazo.

116. Las ventajas de tener flexibilidad en las posibilidades de inversión y la escogencia a nivel de instrumentos específicos deberían estar restringidas a las principales tesorerías, en las que el tamaño justifica el desarrollo de capacidades internas y hay un poder tangible para negociar mejores condiciones en la compra de productos específicos.

117. Sin embargo, también puede promoverse la participación de actores más pequeños a través de un régimen más acotado de inversión en el que exista un default que garantice niveles bajos de riesgo y un nivel básico de rentabilidad. Este activo libre de riesgo para la inversión de los recursos públicos de corto plazo podría ser la cuenta del tesoro nacional.

118. Es necesario contemplar el impacto en la liquidez del sistema financiero y algunos segmentos del mercado de capitales. Sería deseable que el esquema contemplara la posibilidad de escogencia, con el fin de preservar jugadores y minimizar el impacto en los mercados a través de los cuales se canalizan esos recursos en la actualidad.

d. Reservas Técnicas Compañías de Seguros

119. Teniendo en cuenta que el resultado de la gestión financiera impacta directamente el P y G de las compañías, es posible plantear una simplificación progresiva de las restricciones del régimen de inversiones y fortalecer los sistemas de gestión de los riesgos, que a su vez serían el foco de supervisión para estas entidades.

120. Adecuada capitalización para los riesgos asumidos de forma tal que se garantice el respaldo de las obligaciones con los tenedores de las pólizas y la implementación de mecanismos que permitan calzar los activos con los flujos de las obligaciones, como la Reserva de Insuficiencia de Activos en la que está trabajando la Superintendencia Financiera es un avance fundamental en esa dirección.

121. El fortalecimiento de estándares que minimicen el riesgo operativo, cómo la contratación de custodia independiente, o la posibilidad de tercerizar otras partes del proceso de gestión de activos también se posibilita en un marco de supervisión de riesgos fortalecido.

7. Conclusiones

122. **Existe una heterogeneidad amplia entre los inversionistas institucionales sujetos a regímenes de inversión y en este sentido la utilización de un modelo único de regulación no parece ser lo más adecuado.** Para actores con tamaño y capacidades suficientes para definir los lineamientos estratégicos de asignación de activos y para monitorear la gestión por parte de administradores delegados, regímenes más sencillos y alineados con los principios del hombre prudente pueden ser convenientes mientras para entidades menos sofisticadas y que administran portafolios de menor tamaño, esquemas con directrices generales más detalladas pueden requerirse.

123. Este es el caso de los pasivos pensionales y los excedentes de liquidez en los que existe una concentración significativa de los recursos en entidades que cuentan con el tamaño y las capacidades institucionales suficientes para poder estructurar políticas de inversión y mecanismos de seguimiento en línea con los estándares de gestión de inversión de hombre prudente.

124. Muchos de los límites fueron introducidos en un momento en el que era necesario garantizar un nivel mínimo de diversificación y probar el desempeño de los administradores. A 25 años de la introducción del Régimen de Ahorro Individual en pensiones, que es el origen de la definición de los regímenes de inversión del estilo compartimientos, vale la pena revisar la existencia de muchos de ellos.

125. Con excepción de aquellos límites que garantizan la diferenciación entre los tipos de portafolios de riesgo del esquema de multifondos (acciones, riesgo cambiario) y de los límites de activos alternativos, parecería conveniente simplificar de manera importante los regímenes de inversión. En el caso de algunos pasivos pensionales, el límite de deuda pública también ha sido operante.

126. Experiencias exitosas en la administración de portafolios pensionales de recursos sujetos a regímenes de inversión apuntan a esquemas más flexibles en los que los lineamientos generales son definidos a nivel de Junta Directiva y los incentivos se alinean a través del uso de portafolios de referencia (benchmarks) y comisiones de desempeño.

127. Que la junta directiva defina los parámetros generales de riesgo y se busque calzar de la mejor manera el perfil de los activos con los pasivos (ciertos o potenciales) debería estar en el corazón de la definición de los esquemas de gestión de activos.

128. La remuneración por desempeño de los administradores a partir de la definición de un benchmark y comisión por rendimiento (alfa o rendimiento total) son herramientas eficientes para alinear los incentivos del administrador con los del inversionista.

129. En el caso de los recursos con horizontes de inversión de corto plazo o con alta incertidumbre sobre el momento de retiro se pueden gestionar utilizando esquemas de remuneración con benchmarks sencillos de corto plazo (como el IBR, la tasa de inflación o una tasa de remuneración replicable).

130. La concentración en la industria de administración de activos en un número reducido de jugadores, que a su vez son los principales actores en el lado de la oferta de activos financieros de los mercados locales, da aún más relevancia a la normatividad que regula los conflictos de interés al nivel de los conglomerados (Financieros o Económicos).

131. En este sentido, la reglamentación de la Ley de Conglomerados Financieros, en particular la definición de vinculados y de mecanismos de gestión de los mencionados conflictos revisten particular importancia.

Bibliografía

- Asobolsa. (2019). *Revista Criterio Inversionista, No. 20, Febrero, 2019*
- Auditoría General de la República. (2018). *Ejecución presupuestal de inversión y manejo de excedentes de liquidez en las entidades territoriales a diciembre 31 de 2017.*
- Banco de la República. (2017). *Administración de las Reservas Internacionales.* Bogotá, Colombia.
- *Castro, F. y Macías, M. (2011). Régimen de Inversiones de las Compañías Aseguradoras. Antecedentes, evolución y perspectivas.* En *La Industria Aseguradora en Colombia - Tomo I*. FASECOLDA.
- Fogafín. (2018). *Administración de Portafolios de inversión: una mirada práctica desde la gestión de inversiones en Fogafín.*
- Fogafín (2019). *Informe de Gestión y sostenibilidad 2018.*
- *Galer, R. (2002). "Prudent Person Rule" standard for the investment of pension fund assets. Financial market trends.*
- *Hutchinson, J. (1976). The Federal Prudent Man Rule under ERISA. Villanova Law Review, 22(1).*
- *Schanzenbach, M., & Sitkoff, R. (Marzo de 2017). The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis. Journal of Empirical Legal Studies, 14(1), 129–168.*
- *Superintendencia Financiera de Colombia (2019). Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Diciembre de 2018.*

Anexo 1. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de las AFPs

- Ley 100 de 1993, crea el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad y respecto al régimen de inversiones señalaba que: "Con el fin de garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno a través de la Superintendencia Bancaria, previo concepto, que no será vinculante, de una comisión del Consejo Nacional Laboral o el organismo que haga sus veces."

- Circular Básica Jurídica (C.E. 007 de 1996) estableció el régimen de inversiones aplicable a los fondos de pensiones obligatorias administradores del RAIS, hasta el año 2009.

- Ley 1328 de 2009, crea el esquema de multifondos y traslada la facultad regulatoria del Régimen de Inversiones de la Superintendencia Bancaria al Gobierno Nacional.

- Decreto 2555 de 2010, decreto único del Sistema Financiero. Incluye las normas relativas a las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías y contiene el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias.

- Decreto 857 de 2011: Unifica en un solo cuerpo normativo el régimen aplicable a la inversión de los recursos de los fondos de pensiones y de cesantías, así como las reglas de Gobierno Corporativo.

- Decreto 3865 de 2011: Se adiciona un numeral al régimen de inversiones para regular los límites de negociación en la compra y venta de divisas en la modalidad spot o a través de instrumentos financieros derivados.

- Decreto 709 de 2012: Realiza ajustes al artículo adicionado mediante el decreto 3865 de 2011 y flexibiliza el tiempo para la realización de los activos de un fondo de inversión colectiva en liquidación.

- Decreto 816 de 2014: Promueve la realización de inversiones de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura desarrollados a través de Asociaciones Público-Privadas APP.

- Decreto 1385 de 2015: Realiza modificaciones a la inversión de los fondos de pensiones en Fondos de Capital Privado que inviertan en APP

- Decreto 765 de 2016: Realizó varias modificaciones de límites en los activos admisibles para invertir, e introdujo otros tales como Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios, Exchange Traded Funds, Hedge Funds y Real Estate Investmen Trusts.

Anexo 2. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de los Excedentes de Liquidez

- Decreto 111 de 1996 compiló en un solo cuerpo normativo la Ley 38 de 1989, la Ley 179 de 1994 y la Ley 225 de 1995, conformando así el Estatuto Orgánico del Presupuesto, el cual regula la distribución de los excedentes financieros de las empresas industriales y comerciales del Estado, así como a las sociedades de economía mixta.

- Ley 819 de 2003 estableció que las entidades territoriales tienen la obligación de invertir sus excedentes de liquidez en Títulos de Deuda Pública Interna de la Nación o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio.

- Decretos 538 y 1525 de 2008 señalaban la forma en que se debían invertir los excedentes de liquidez de las entidades públicas.

- Decreto Único de Hacienda 1068 de 2015, compila las normas que regulan el manejo de los excedentes de liquidez de las antedichas entidades públicas o con participación pública.

Anexo 3. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de los Pasivos Pensionales y el FONPET

- Ley 549 de 1999 creó el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales – FONPET. Respecto de su régimen de inversiones, el numeral 5 del artículo 7 de la Ley señala que los recursos del fondo serán invertidos en consideración de la regulación prevista para la inversión de las reservas del régimen de ahorro individual con solidaridad, bajos los principios de rentabilidad y seguridad.

- Ley 550 de 1999 estableció en su artículo 41 las reglas para la normalización de pasivos pensionales de entidades en el marco de procesos concursales.

- Decreto 1044 de 2000: Estableció en su artículo 7 que la inversión de los recursos del FONPET se haría teniendo en cuenta las reglas previstas para las reservas del régimen de ahorro individual con solidaridad, sin incluir acciones.

- Decreto 941 de 2002: estableció las normas aplicables a las conmutaciones pensionales. Determinó que los patrimonios autónomos que las respaldan debían ser administrados por sociedades administradoras de fondos de pensiones o sociedades Fiduciarias. Adicionalmente definió el régimen de inversiones aplicable.

- Ley 1450 de 2011: Esta Ley corresponde a la Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2010 – 2014 la cual en su artículo 25 señaló que el régimen de inversiones del FONPET sería definido por el Gobierno Nacional bajo la realización de operaciones en condiciones de mercado y bajo los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez. Este artículo se mantiene vigente en virtud de los dispuesto por el artículo 267 de la Ley 1753 de 2015.

- Decreto 1861 de 2012: Reglamentó el artículo 25 de la Ley 1450 de 2011 señalando que su régimen de inversiones corresponde al señalado para el fondo moderado de los fondos de pensiones obligatorias establecido en el decreto 2555 de 2010.

- Decreto 1068 de 2015: Conocido como el Decreto Único del sector hacienda, compila todas las reglas aplicables al FONPET. En ese sentido, para las inversiones de los recursos del fondo adopta todos los activos contenidos en el artículo 2.6.12.1.2 del decreto 2555 de 2010, diferenciando los límites aplicables.

- Ley 1450 de 2011 dispuso que “el Gobierno Nacional definirá el régimen de inversiones de los patrimonios autónomos del FONPET y otros patrimonios autónomos públicos destinados a la garantía y pago de pensiones

- Ley 1753 de 2015 en su artículo 267 extendió la vigencia del artículo 25 de la Ley 1450 de 2011 y por tanto el Gobierno Nacional tiene la facultad de definir el régimen de inversiones de los patrimonios autónomos del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales – FONPET y otros patrimonios autónomos públicos destinados a la garantía y pago de pensiones.

- Decreto 1068 de 2015 decreto único reglamentario del sector Hacienda

- Decreto 1913 de 2018 modifico el régimen de inversión FONPET y Pasivos Pensionales

Anexo 4. Evolución Histórica del Régimen de Inversión de las Reservas Técnicas de las Aseguradoras

- Ley 26 de 1922. Les estableció un capital a las entidades aseguradoras para poder funcionar en el país de cien mil pesos oro, del cual, cincuenta mil pesos en bienes inmuebles ubicados en el territorio colombiano y el dinero restante podía ser invertido en valores nacionales o en dinero en efectivo depositado en un Banco del país, o en acciones del Banco de la Republica, n caso de que éste se constituyera.

- Ley 105 de 1927. Fue derogada por la Ley 45 de 1990, pero en su momento, esta amplió las inversiones de las entidades aseguradoras "(…) permitiendo deuda pública nacional, departamental y municipal; así como deuda de gobiernos extranjeros, bonos o acciones de empresas industriales, cédulas de bancos comerciales e hipotecarios, bonos e hipotecas sobre bienes raíces y pagarés de personas o corporaciones, con una serie de colaterales admisibles."

- Decreto Ley 1403 de 1940. Fijó diversos montos de capital aplicable para la constitución de compañías de seguros, dependiendo del ramo a desarrollar. Así mismo, amplio la base de activos en los que debían invertir el capital y las reservas en deuda pública, créditos hipotecarios y estableciendo límites máximos para la deuda de gobiernos extranjeros o de depósitos en el extranjero.

- Decreto Ley 1961 de 1960: La norma continuó ampliando el tipo de activos admitidos como inversión para las entidades aseguradoras, orientó la existencia del régimen de inversiones hacia el cumplimiento de las obligaciones de las entidades aseguradoras en el desarrollo de su objeto social y creo una serie de inversiones forzosas para el desarrollo de infraestructura y la financiación de la deuda pública. Autorizo la realización de inversiones en el exterior, pero sólo para aquellas entidades con negocios fuera de Colombia.

- Decreto 2165 de 1972: Estableció un nuevo tipo de inversión forzosa para las entidades aseguradoras en Bonos de Vivienda Popular emitidos por el Instituto de Crédito Territorial y en Bonos de la Corporación Financiera Popular.

- Decreto 1729 de 1974: Amplió el régimen de inversiones de las reservas matemáticas permitiéndoles a las compañías de seguros de vida invertir la totalidad de las reservas matemáticas y técnicas de sus pólizas en préstamos a un año de plazo, valores de renta fija de entidades públicas, establecimientos de crédito o sociedades anónimas nacionales, acciones de sociedades anónimas nacionales y en depósitos a término en corporaciones de ahorro y vivienda.

- Ley 16 de 1979. Se expidió esta ley con ocasión de una sentencia del Consejo de Estado que declaró la nulidad de unos artículos de los decretos que regían las inversiones forzosas. En virtud de lo anterior reestableció las inversiones forzosas para compañías de seguros generales en el 40% de sus reservas técnicas sobre títulos representativos de deuda pública. (Bonos de Vivienda Popular emitidos por el Instituto de Crédito Territorial).

- Ley 45 de 1990: Eliminó el régimen de inversiones forzosas y creó dos regímenes de inversión. El primero correspondiente al régimen de inversiones obligatorias aplicables al 40% de las reservas y el otro régimen para inversiones admisibles aplicable al 60%.

- Decreto 839 de 1991: Señaló los límites correspondientes a los activos en los cuales se debían realizar las inversiones obligatorias de las reservas técnicas.

- Decreto 663 de 1993: Conocido como el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), estableció la base de la regulación del sistema financiero, incluyendo la regulación aplicable a las entidades aseguradoras.

- Decreto 1916 de 1993: Reglamentó el artículo 187 del EOSF, fortaleciendo las inversiones realizadas en deuda pública, eliminando las inversiones en entes territoriales. Incluyó adicionalmente la calificación para algunos activos objeto de inversión.

- Decreto 94 de 2000 y 2779 de 2001: Estableció un único régimen de inversiones para las reservas, detallando los distintos tipos de activos, tanto nacionales y extranjeros, y los diferentes limites aplicables, así como los requisitos de calificación.

- Decreto 3285 de 2005: Amplió las posibilidades de inversión de las reservas introduciendo las inversiones en Fondos de Capital Privado.

- Decreto 343 de 2007: Permitió la realización de repos, simultaneas y operaciones de transferencia temporal de valores.

- Decreto 1796 de 2008: Permitió la realización de inversiones en instrumentos financieros derivados y productos estructurados.

- Decreto 2555 de 2010: Compiló las normas aplicables al sector financiero, asegurador y del mercado de valores. Incorporó en el Título 3 Libro 31 Parte 2 el régimen de inversiones de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras.

- Decreto 2953 de 2010: Realiza la diferenciación entre ramos para compañías de seguros de vida y generales. Amplia los límites aplicables a las reservas técnicas del ramo de terremoto. Elimina el límite global del 15% por conglomerado económico. Establece límite del 30% sobre la participación en una emisión y permite la inversión en bienes raíces productivos para el caso de las compañías de seguros de vida.

- Decreto 2103 de 2016: Realizó una reorganización e introducción de las inversiones que pueden realizar especialmente en materia de Fondos de Inversión Colectiva, Fondos de Capital Privado y ETF´s.