

Anexo 1

Según el Artículo 100 de la Ley 100 de 1993, *“Inversión de los Recursos. 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”*, determina que los recursos de las pensiones bajo el RAIS deberán ser invertidos bajo unos límites establecidos por el Gobierno. Este trabajo pone en consideración esos límites para ver qué tan efectivos y eficientes han sido y en caso de ver alguna oportunidad en su asignación, propone unos límites diferentes.

El Decreto 2955 de 2010 Artículo 2.6.12.1.1, establecen distintos tipos de fondos de pensiones obligatorias con características específicas:

- Fondo de pensiones obligatorias CONSERVADOR: busca el mejor retorno posible con baja exposición al riesgo.
- Fondo de pensiones obligatorias MODERADO: busca el mejor retorno posible con moderada exposición al riesgo.
- Fondo de pensiones obligatorias MAYOR RIESGO: busca el mejor retorno posible con mayor exposición al riesgo.
- Fondo especial de pensiones obligatorias RETIRO PROGRAMADO: fondo orientado al pago de pensiones.

El Decreto 2955 de 2010 Artículo 2.6.12.1.2, establece los distintos tipos de activos admisibles para inversión los cuales se puede agrupar de la siguiente manera:

- **Títulos, valores o participaciones de emisores nacionales:**
 - Títulos de deuda pública interna y externa emitidos o garantizados por la Nación.
 - Otros títulos de deuda pública.
 - Títulos de deuda de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
 - Bonos y títulos hipotecarios, entre otros.
- **Participaciones en carteras colectivas:**
 - Participaciones en carteras colectivas abiertas con o sin pacto de permanencia.
- **Acciones y valores participativos:**
 - Acciones de alta, media y baja bursatilidad.
 - Certificados de depósitos negociables (ADRs y GDRs).
 - Participaciones en fondos de capital privado.
- **Inversiones en fondos de capital privado:**
 - Fondos que invierten en empresas o proyectos productivos.

- Deben cumplir con requisitos específicos, y se establecen condiciones para la gestión y la información disponible para los adherentes.
- **Títulos, valores o participaciones de emisores del exterior:**
 - Títulos de deuda emitidos o garantizados por gobiernos extranjeros.
 - Participaciones en fondos internacionales y ETFs.
- **Otras inversiones y operaciones:**
 - Depósitos a la vista en establecimientos de crédito.
 - Operaciones de reporto y simultáneas.
 - Operaciones con instrumentos financieros derivados con fines de cobertura e inversión.

Adicional a estos activos admisibles de inversión, se prohíbe “realizar inversiones en activos, participaciones y títulos cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea la AFP, las filiales o subsidiarias de la misma, su matriz o las filiales o subsidiarias de esta”.

Luego de tener claros los portafolios que cada AFP debe estructurar para gestionar los recursos de los cotizantes y los activos en los que puede invertir, la siguiente parte se trata de cuánto de cada activo pueden invertir las ARPs en cada portafolio —que se denomina límites de inversión— y cuánto margen de maniobra en estos límites tienen para poder generar Alpha en los portafolios.

Anexo 2

2.1.1 **Fondo de pensiones obligatorias CONSERVADOR:** según Protección S.A. (n.d.), el fondo CONSERVADOR es en el cual debe estar invertido el capital si faltan 5 años o menos para el momento de la pensión. Este tiene como objetivo realizar inversiones muy conservadoras con el fin de proteger el ahorro que se ha construido durante los años de cotización dado el “poco” tiempo restante para obtener la pensión. Los límites de inversión según la normativa colombiana actual en el Artículo 2.6.12.1.5 del decreto 2955 de 2010 se definen de la siguiente manera de forma resumida:

- 2.1.1.1.1 Hasta un **20 %** en Otros títulos de deuda pública.
- 2.1.1.1.2 Hasta un **30 %** en Títulos de deuda de entidades vigiladas por la Superintendencia.
- 2.1.1.1.3 Hasta un **15 %** en Bonos y títulos hipotecarios, entre otros.
- 2.1.1.1.4 Hasta un **5 %** en Títulos de contenido crediticio, participativos o mixtos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a la cartera hipotecaria.
- 2.1.1.1.5 Hasta un **60 %** en Títulos de deuda de entidades no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- 2.1.1.1.6 Hasta un **5 %** en Carteras Colectivas sin pacto de permanencia.
- 2.1.1.1.7 Hasta un **15 %** en Acciones y valores participativos excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.

- 2.1.1.1.8 Hasta un **40 %** en Títulos, valores o participaciones de emisores del exterior y depósitos a la vista en bancos del exterior.
- 2.1.1.1.9 Hasta un **10 %** en depósitos remunerados del Banco de la República.
- 2.1.1.1.10 Hasta un **5 %** en depósitos a la vista de establecimientos de crédito nacionales e internacionales.
- 2.1.1.1.11 Hasta un **5 %** en operaciones activas de REPO y Simultáneas excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.
- 2.1.1.1.12 Hasta un **3 %** en operaciones activas de REPO y Simultáneas sobre Certificados de Depósito de Mercancías.
- 2.1.1.1.13 Hasta un **2 %** en instrumentos derivados con fines de inversión.
- 2.1.1.1.14 Hasta un **10 %** en operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.
- 2.1.1.2 La regulación sobre la exposición a monedas extranjeras detalla que la suma de las inversiones en moneda extranjera que se pueden tener sin cobertura cambiaria no puede exceder al **10 %** del valor del fondo; esto, incluyendo los activos en los que inviertan las Carteras Colectivas en las que esté invertido el fondo del numeral 1.3.1.1.6.
- 2.1.1.3 El decreto detalla explícitamente los activos en los cuales el fondo de pensiones obligatorias CONSERVADOR no podrá invertir: Carteras Colectivas con pacto de permanencia, acciones de mínima y baja bursatilidad, fondos de capital privado y productos estructurados de capital protegido.

Anexo 3

Fondo de pensiones obligatorias MODERADO: según Protección S.A. (n.d.), el fondo MODERADO es el adecuado si la edad restante para la pensión está entre 5 y 10 años. Pretende la generación de rendimientos a través de inversiones más prudentes. Los límites de inversión según la normativa colombiana actual en el Artículo 2.6.12.1.6 del Decreto 2955 de 2010 se definen de la siguiente manera de forma resumida:

- 2.1.1.3.1 Hasta un **20 %** en Otros títulos de deuda pública.
- 2.1.1.3.2 Hasta un **30 %** en Títulos de deuda de entidades vigiladas por la Superintendencia.
- 2.1.1.3.3 Hasta un **15 %** en Bonos y títulos hipotecarios, entre otros.
- 2.1.1.3.4 Hasta un **10 %** en Títulos de contenido crediticio, participativos o mixtos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a la cartera hipotecaria.
- 2.1.1.3.5 Hasta un **60 %** en Títulos de deuda de entidades no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- 2.1.1.3.6 Hasta un **5 %** en Carteras colectivas sin pacto de permanencia.
- 2.1.1.3.7 Hasta un **5 %** en Carteras colectivas abiertas con pacto de permanencia, cerradas o escalonadas.
- 2.1.1.3.8 Hasta un **35 %** en Acciones y valores participativos, excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP y no se podrá exceder el **5 %** en acciones de baja y mínima bursatilidad.

- 2.1.1.3.9 Hasta un **5 %** en Fondos de capital privado locales e internacionales.
- 2.1.1.3.10 Hasta un **60 %** en Títulos, valores o participaciones de emisores del exterior y Depósitos a la vista en bancos del exterior.
- 2.1.1.3.11 Hasta un **5 %** en Fondos de capital privado internacionales.
- 2.1.1.3.12 Hasta un **10 %** en Depósitos remunerados del Banco de la República.
- 2.1.1.3.13 Hasta un **5 %** en Depósitos a la vista de establecimientos de créditos nacionales e internacionales.
- 2.1.1.3.14 Hasta un **5 %** en Operaciones activas de REPO y Simultáneas excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.
- 2.1.1.3.15 Hasta un **3 %** en Operaciones activas de REPO y Simultáneas sobre Certificados de depósito de mercancías.
- 2.1.1.3.16 Hasta un **2 %** en Instrumentos derivados con fines de inversión.
- 2.1.1.3.17 Hasta un **5 %** en Productos estructurados de capital protegido locales e internacionales.
- 2.1.1.3.18 Hasta un **10 %** en Operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.
- 2.1.1.4 La regulación sobre la exposición a monedas extranjeras detalla que la suma de las inversiones en moneda extranjera que se pueden tener sin cobertura cambiaria no puede exceder al **35 %** del valor del fondo; esto, incluyendo los activos en los que inviertan las Carteras Colectivas en las que esté invertido el fondo del numeral 2.3.2.1.6, 2.3.2.1.7, y los Fondos de Capital Privado del numeral 2.3.2.1.11.

Anexo 4

- 2.1.2 **Fondo de pensiones obligatorias MAYOR RIESGO:** según Protección S.A. (n.d.), en el fondo MAYOR RIESGO la pensión es cuestión de tiempo, de pensar estratégicamente y de tomar riesgos controlados buscando los mejores resultados en el futuro y es ideal para personas que les faltan más de 10 años para obtener su pensión. Los límites de inversión, según la normativa colombiana actual en el Artículo 2.6.12.1.7 del Decreto 2955 de 2010, se definen de la siguiente manera de forma resumida:
 - 2.1.2.1.1 Hasta un **20 %** en Otros títulos de deuda pública.
 - 2.1.2.1.2 Hasta un **30 %** en Títulos de deuda de entidades vigiladas por la Superintendencia.
 - 2.1.2.1.3 Hasta un **15 %** en Bonos y títulos hipotecarios, entre otros.
 - 2.1.2.1.4 Hasta un **15 %** en Títulos de contenido crediticio, participativos o mixtos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a la cartera hipotecaria.
 - 2.1.2.1.5 Hasta un **60 %** en Títulos de deuda de entidades no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
 - 2.1.2.1.6 Hasta un **5 %** en Carteras Colectivas sin pacto de permanencia.
 - 2.1.2.1.7 Hasta un **5 %** en Carteras colectivas abiertas con pacto de permanencia, cerradas o escalonadas.

- 2.1.2.1.8 Hasta un **45 %** en Acciones y valores participativos excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP y no se podrán exceder el **5 %** en acciones de baja y mínima bursatilidad.
- 2.1.2.1.9 Hasta un **7 %** en Fondos de capital privado locales e internacionales.
- 2.1.2.1.10 Hasta un **70 %** en Títulos, valores o participaciones de emisores del exterior y Depósitos a la vista en bancos del exterior.
- 2.1.2.1.11 Hasta un **7 %** en Fondos de capital privado internacionales.
- 2.1.2.1.12 Hasta un **10 %** en Depósitos remunerados del Banco de la República.
- 2.1.2.1.13 Hasta un **5 %** en Depósitos a la vista de establecimientos de crédito nacionales e internacionales.
- 2.1.2.1.14 Hasta un **5 %** en Operaciones activas de REPO y Simultáneas excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.
- 2.1.2.1.15 Hasta un **3 %** en Operaciones activas de REPO y Simultáneas sobre Certificados de depósito de mercancías.
- 2.1.2.1.16 Hasta un **3 %** en Instrumentos derivados con fines de inversión.
- 2.1.2.1.17 Hasta un **5 %** en Productos estructurados de capital protegido locales e internacionales.
- 2.1.2.1.18 Hasta un **10 %** en Operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) excluyendo emisores que sean subsidiarias o filiales de la AFP.
- 2.1.2.2 La regulación sobre la exposición a monedas extranjeras detalla que la suma de las inversiones en moneda extranjera que se pueden tener sin cobertura cambiaria no puede exceder al **50 %** del valor del fondo; esto, incluyendo los activos en los que inviertan las Carteras Colectivas en las que esté invertido el fondo del numeral 2.3.3.1.6, 2.3.3.1.7, y los Fondos de capital privado del numeral 2.3.3.1.11.

Anexo 5

Definición de los activos admisibles de inversión

- 2.1.3 **Títulos de deuda pública interna emitidos o garantizados por la Nación:** instrumentos financieros de deuda emitidos por Colombia y respaldados por la misma para financiar sus proyectos y operaciones denominados TES (títulos de deuda pública) los cuales, según el Banco de la República de Colombia (n.d.), pueden ser TES de largo plazo denominados en pesos, TES de corto plazo denominados en pesos, TES denominados en dólares, TES UVR, TES para regular liquidez, TES verdes.
- 2.1.4 **Títulos de deuda pública externa emitidos o garantizados por la Nación:** instrumentos financieros de deuda emitidos por el gobierno de otro país, diferente a Colombia, y respaldados por ese mismo país.
- 2.1.5 **Otros títulos de deuda pública:** se refiere a otros instrumentos de deuda emitidos por Colombia como certificados de inversión gubernamentales, pagarés del gobierno, deuda subnacional, participación en fondos de deuda gubernamental, letras financieras, bonos de desarrollo, etc.

- 2.1.6 **Títulos de deuda de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia:** abarcan los bonos corporativos, papeles comerciales, certificados de depósito a término, etc.
- 2.1.7 **Bonos y títulos hipotecarios, entre otros.**
- 2.1.8 **Participaciones en carteras colectivas abiertas con o sin pacto de permanencia:** vehículo de inversión donde se combinan los recursos de diversos inversionistas y el administrador del fondo los invierte en diversos activos. Con pacto de permanencia implica que el inversor no puede retirar su dinero en un tiempo determinado, y sin pacto de permanencia lo puede retirar en cualquier momento.
- 2.1.9 **Acciones de alta, media y baja bursatilidad:** la bursatilidad hace referencia a la liquidez de la acción en el mercado. Alta bursatilidad se refiere a acciones líquidas donde hay gran número de compradores y vendedores, lo que generalmente implica menores *spread* en los precios de oferta y demanda y un tiempo rápido para efectuar una transacción. Las acciones de media bursatilidad son menos líquidas que las de alta, y, por ende, tienen un *spread* mayor entre los precios de oferta y demanda y su tiempo de operación suele ser mayor. Las acciones de baja bursatilidad tienen un número limitado de compradores y vendedores lo que complica la transaccionalidad y su *spread* en los precios de oferta y demanda son mayores que los de media y alta. En general entre menor sea la bursatilidad de una acción, mayor es su riesgo de liquidez en el mercado.
- 2.1.10 **Certificados de depósitos negociables (ADRs y GDRs):** ADR significa *American Depositary Receipt* y es un certificado negociable emitido por un banco estadounidense y negociado en una bolsa estadounidense que tiene como subyacente determinada cantidad de acciones de una empresa extranjera, este permite invertir en compañías domiciliadas en países diferentes a Estados Unidos. Por su parte, GDR significa *Global Depositary Receipt* y es un certificado negociable emitido por un banco global y negociado internacionalmente que tiene como subyacente determinada cantidad de acciones de una empresa extranjera, este permite invertir en compañías domiciliadas en el extranjero en bolsas en el extranjero.
- 2.1.11 **Participaciones en fondos de capital privado:** fondos de capital privado o activos alternativos, son vehículos que invierten en compañías o activos no listados en bolsa. Se caracterizan por tener un horizonte definido a mediano o largo plazo, lo que implica un pacto de permanencia —una firma de compromiso de carácter legal por parte del inversionista donde se compromete a girar determinada suma de recursos durante la vida del fondo—, y una cantidad reducida de inversionistas gracias a las considerables sumas de dinero que se deben firmar en los compromisos. Los fondos de capital privado durante su vida realizan llamados de capital sin exceder el compromiso firmado, invierten esos recursos en compañías no listadas en bolsa o en otro tipo de activos (como se menciona a continuación) y realizan distribuciones

conforme las compañías en las que invierten generan rendimientos; finalmente, se liquidan todos los activos del fondo y se le retorna la proporción correspondiente a cada inversionista. Se pueden clasificar en las siguientes categorías:

- *Private Equity*: invierten en compañías no listadas en bolsa.
 - *Startups (venture capital)*.
 - Compañías familiares.
- *Private Debt*: invierte en deuda de compañías.
 - Préstamos directos e intermedios.
 - Deuda de riesgo.
 - *Startups (venture debt)*.
- *Hedge Funds*:
 - Mucha flexibilidad al gestor.
 - Pueden contener derivados.
 - Están por lo general apalancados.
 - Utilizan posiciones en corto y largo.
 - Menos requisitos regulatorios.
- *Real State*: propiedad raíz.
 - Activos inmobiliarios.
 - Deuda inmobiliaria (hipotecas).
- Infraestructura: activos de uso público.
 - Colegios, vías, presas, etc.
 - Unión público-privada.
 - Por lo general hacen parte de un acuerdo de concesión a largo plazo y luego se devuelve el activo al sector público.
- *Natural Resources*:
 - *Commodities*.
 - Se puede realizar la inversión a través de instrumentos derivados.
- Otras alternativas:
 - Activos tangibles e intangibles.
 - Vinos, arte, antigüedades, automóviles, estampillas, monedas, patentes, etc.
 - Activos no tradicionales que ofrecen diversificación.
 - Tienen un riesgo inminente por la falta de liquidez y regulación.

2.1.12 **Participaciones en fondos internacionales y ETFs**: ETF quiere decir *Exchange Trade Fund* y es una forma de inversión colectiva que permite a los inversores acceder a una cartera diversificada de activos gestionada profesionalmente.

2.1.13 **Depósitos a la vista en establecimientos de crédito**: colocación de fondos en cuentas de ahorro que pueden generar unos intereses y garantizan la liquidez de los recursos.

2.1.14 **Operaciones de reporto**: Reporto o Repo, es una transacción en la que una parte vende una acción a otra parte con el compromiso de una recompra futura en una fecha

acordada y a un precio establecido. El vendedor paga un interés por el uso del activo durante el período pactado.

2.1.15 **Operaciones de simultáneas:** similar a una operación de Repo, pero con un título de renta fija.

2.1.16 **Operaciones con instrumentos financieros derivados con fines de cobertura e inversión:** un derivado es un instrumento financiero cuyo valor deriva de un activo subyacente que pueden ser acciones, bonos, tasa de interés, divisas, *commodities*, etc. Y pueden ser de varios tipos:

- Futuros: se negocian en una bolsa y es un acuerdo entre dos partes para comprar o vender el activo subyacente al futuro a determinado precio en determinada fecha.
- Opciones: se negocian OTC (*Over The Counter*), son contratos donde quien compra recibe el derecho (y no está en la obligación) a comprar o vender un activo a determinado precio antes de la fecha de vencimiento de la opción.
- SWAP: se negocian OTC (*Over The Counter*), consisten en un intercambio de flujos futuros sujetos a las condiciones de mercado. Se pueden utilizar para gestionar el riesgo de un título de renta fija donde sus cupones estén indexados.
- Forwards: se negocian OTC (*Over The Counter*), consisten en acuerdos entre dos partes a comprar o vender un activo en el futuro y a un precio acordado.

Anexo 6

El Decreto 2949 de 2010, donde se establece la metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima que deberán garantizar las AFP a los afiliados de fondos de pensiones obligatorias, consta de 3 puntos principales:

- El componente de referencia o *Benchmark*.
- Criterios de largo plazo (horizonte de inversión) para establecer el componente de referencia.
- Promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales para cada tipo de fondo de pensiones obligatorias.

La rentabilidad mínima será calculada, verificada y divulgada por la Superintendencia Financiera de Colombia, esta tiene unos períodos de cálculo que son 36 meses para el fondo CONSERVADOR, 48 meses para el fondo MODERADO y 60 meses para el fondo MAYOR RIESGO. Esta se verificará mensual y, por obligación, cada AFP debe tener una reserva de estabilización que utilizará para cubrir los defectos de la rentabilidad mínima.