**MEJORES PRÁCTICAS PARA LA GESTIÓN DE INVERSIONES DE LAS ADMINISTRADORAS DEL SISTEMA GENERAL DE PENSIONES[[1]](#footnote-2)**

***Resumen***

*Este documento tiene como objetivo presentar las mejores prácticas sobre la gestión de inversiones y la adecuada administración de los recursos de los afiliados al Sistema General de Pensiones. La elaboración del documento parte de un ejercicio colectivo de discusión con diversos actores de la industria y establece una hoja de ruta para alinear la gestión de inversiones de las administradoras de fondos de pensiones con los estándares internacionales y las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales de 2019.*

*El documento destaca una serie de buenas prácticas y principios enfocados hacia el fortalecimiento de la gestión de las administradoras en términos de su asignación estratégica y táctica de activos, selección de activos y la revelación de información a los afiliados. Además, el documento busca reconocer la complejidad que agrega a la gestión de inversiones la multiplicidad de objetivos de las diferentes partes interesadas, por lo cual propone un camino para alinear los incentivos y conjugar los intereses de los principales actores del Sistema General de Pensiones.*

**Tabla de Contenido**

[Abreviaturas 3](#_Toc73025969)

[Introducción 4](#_Toc73025970)

[1. Asignación estratégica y táctica de activos 5](#_Toc73025971)

[2. Selección de activos y ejecución de inversiones 14](#_Toc73025975)

[3. Revelación de información 19](#_Toc73025979)

[4. Conclusiones 22](#_Toc73025983)

[Referencias 25](#_Toc73025984)

[Anexo 1. Análisis de partes interesadas 26](#_Toc73025986)

[Anexo 2. Estrategias ASG en fondos alternativos o voluntarios 27](#_Toc73025987)

[Anexo 3. Materialidad 28](#_Toc73025988)

# **Abreviaturas**

|  |  |
| --- | --- |
| **Abreviatura** | **Concepto** |
| AEA | Asignación Estratégica de Activos |
| AFP | Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantía |
| ATA | Asignación Táctica de Activos |
| ASG | Ambiental, Social y Gobierno Corporativo |
| FCP | Fondo(s) de Capital Privado |
| GIPS | *Global Investment Performance Standards* |
| IOPS | *International Organization of Pension Supervisors* |
| MMC | Misión del Mercado de Capitales |
| NAV | *Net Asset Value* |
| SFC | Superintendencia Financiera de Colombia |
| SGP | Sistema General de Pensiones |
| TCFD | *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* |

## **Introducción**

El objetivo de este documento es identificar un conjunto de estándares y mejores prácticas para la gestión de inversiones de las administradoras de fondos de pensiones, buscando promover que las mismas sean un punto de referencia hacia el cual la industria converja de manera progresiva.

Para la SFC, la necesidad de tener un referente de mejores prácticas radica en cinco principales razones:

En primer lugar, se ha identificado un gran número de partes relacionadas al sistema pensional, lo cual agrega un mayor nivel de complejidad a la administración de los recursos de los afiliados[[2]](#footnote-3). En segundo lugar, la literatura económica más reciente recomienda la adopción de prácticas que incorporan explícitamente los objetivos de los afiliados en la construcción de los portafolios administrados. Así mismo, hay una necesidad evidente de implementar métricas de riesgo y de desempeño a nivel del portafolio que estén alineadas con los objetivos de los afiliados y que ayuden al cumplimiento de los mismos.

En cuarto lugar, se espera que de las recomendaciones realizadas por la Misión del Mercado de Capitales (MMC) en 2019 se deriven actualizaciones normativas que implicarían un cambio significativo en la gestión de inversiones de los fondos de pensiones. Finalmente, existe un llamado para que los inversionistas institucionales consideren la integración de factores de riesgo de largo plazo, en particular los riesgos asociados a factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo, en las estrategias de gestión de los recursos bajo su administración.

Bajo ese contexto, la SFC consideró necesario definir un conjunto de prácticas o principios que guíen los procesos de inversión de las administradoras de fondos de pensiones, incentivando a la industria a adaptarse a los estándares observados a nivel internacional y anticiparse a los potenciales cambios legales y normativos que se deriven de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales.

Los principios recogidos en este documento son el resultado de un proceso colectivo de discusión, liderado por la SFC, el cual se desarrolló con la participación de las administradoras de fondos de pensiones en Colombia y otros actores relevantes[[3]](#footnote-4). Además de compilar las propuestas de las administradoras, se buscó analizar, a la luz del contexto local, las mejores prácticas presentadas por entidades multilaterales, actores relevantes del mercado, académicos, entre otros expertos, quienes fueron invitados a discutir sobre procesos innovadores a nivel internacional en la gestión de portafolios. Así mismo, los principios y buenas prácticas delineadas en este documento incorporan los resultados de una revisión de la literatura internacional relevante, así como las recomendaciones presentadas por la MMC[[4]](#footnote-5) y el análisis del equipo de la SFC.

El presente documento está dividido en cuatro secciones, además de esta introducción. En la primera sección se presentan las mejores prácticas identificadas durante la discusión sobre AEA y ATA. En la segunda sección se discuten las buenas prácticas y los principios definidos en materia de selección de activos y ejecución de inversiones. En la tercera sección se abordan los estándares y principios relacionados con la revelación de información a los afiliados y al público en general. Finalmente, en la cuarta sección se ofrece un balance de la agenda de discusión y se presentan las conclusiones generales del ejercicio.

## **Asignación estratégica y táctica de activos**

Esta sección refleja las conclusiones del primero de los tres módulos de la agenda, en el cual se discutieron los estándares y mejores prácticas en materia de AEA y ATA. En particular, esta sección refleja seis conceptos generales sobre los cuales se ahonda más adelante:

* Primero, se considera adecuado realizar un análisis de las diferentes partes relacionadas de forma que se establezcan los objetivos que deben incorporarse en el proceso de inversión y la forma en que los mismos pueden adoptarse. En todo caso, a nivel estratégico, el objetivo principal del proceso de inversiones debe estar alineado con el objetivo de los afiliados.
* Segundo, se evidencia la necesidad de incorporar los pasivos esperados en el proceso de definición del portafolio estratégico y táctico de los fondos de desacumulación y definir explícitamente el momento de la vida laboral del afiliado a partir del cual se debería implementar una medición de riesgos y desempeño en los portafolios de acumulación relativa a los flujos futuros asociados al pago de los beneficios pensionales.
* Tercero, se considera importante definir claramente las funciones de supervisión y estrategia de los comités de riesgo y de inversiones.
* Cuarto, la información que se presenta a los diferentes órganos internos de gobierno debería cumplir con los criterios establecidos por Basilea III[[5]](#footnote-6) y su estructura debería estar alineada con los objetivos de los fondos.
* Quinto, se identifica como una buena práctica elevar al nivel estratégico la implementación de los principios de riesgos (crédito, liquidez y de mercado), para que su evaluación se haga a nivel de portafolio.
* Sexto, se considera que los asuntos ASG son factores de riesgo relevantes y deben integrarse en los procesos de toma de decisión. En ese sentido, además de ser parte de su deber fiduciario, se considera una buena práctica la integración de los asuntos ASG en la gestión de riesgos de las administradoras de fondos de pensiones.

## **Principios de inversión**

**Una adecuada gestión por parte de las administradoras del SGP debería partir de una identificación clara de los objetivos e intereses de las diversas partes interesadas de la industria[[6]](#footnote-7).** En ese orden de ideas, la política de inversión, como eje rector del proceso de inversión de las administradoras, debe procurar integrar dichos intereses y como mínimo debería estar alineada con los objetivos de los afiliados como la principal parte interesada.

**La construcción de los portafolios de inversión debería guardar coherencia con los intereses de los afiliados como principal parte interesada.** En particular, el objetivo estratégico de los portafolios debería estar centrado en reducir la volatilidad del valor de la mesada esperada en los fondos de desacumulación y en la maximización de los beneficios pensionales en los fondos de acumulación[[7]](#footnote-8). Por ende, la definición de los objetivos de retorno y las evaluaciones del desempeño de los portafolios se deberían fijar en términos de unidades de beneficio pensional.

**Las administradoras deberían definir explícitamente los objetivos de inversión de cada uno de los fondos de acumulación con base en los perfiles de los afiliados.** Los objetivos de inversión deberían estar alineados con los beneficios pensionales esperados, los cuales deben ser definidos explícitamente por la administradora para cada uno de los tipos de fondos. En este sentido, las administradoras deberían establecer cuál es el objetivo más idóneo para cada uno de los fondos de acumulación.

**El perfilamiento de los afiliados y su asignación a un portafolio debería realizarse con base en variables objetivas.** El perfil de riesgos de los afiliados debería estar definido por la edad y otros criterios objetivos que ayuden a la optimización del perfil y no por una valoración subjetiva de cada afiliado en términos de su tolerancia al riesgo. Primordialmente, se debería perfilar a los afiliados con base en el horizonte de tiempo previo a alcanzar la edad de retiro.

**La AEA debería representar un referente frente al cual se debería medir el desempeño definir el presupuesto de riesgo de los administradores de los portafolios.** Además de estar definido de manera previa al periodo de inversión y de ser replicable y transparente, dicho referente debería estar alineado de una manera clara con los objetivos definidos para cada portafolio.

**Las métricas de desempeño y riesgo de los portafolios deberían diseñarse acorde con los objetivos estratégicos, es decir, deberían estar alineadas con la estabilidad de la mesada esperada en los fondos de desacumulación y con la maximización del beneficio pensional de los afiliados a los fondos de acumulación.** En particular, se deberían implementar evaluaciones de desempeño del portafolio relativas a la AEA, así como también debería evaluarse el desempeño del portafolio en términos del beneficio esperado de acuerdo con el objetivo de cada fondo. Análogamente, las métricas de riesgo deberían construirse en torno al *pension-risk*, es decir, en términos de desviaciones frente al beneficio objetivo, expresada en unidades de dicho beneficio o a la probabilidad de no alcanzarlo.

**Las administradoras deberían definir clases de activos, de acuerdo con las características de los activos, que consideren relevantes para el cumplimiento de los objetivos de los portafolios.** Las administradoras deberían evaluar si la actual diferenciación entre clases de activos es consistente con los principales riesgos de los portafolios y, así mismo, si las clases de activos existentes, incluyendo los alternativos, agrupan clases de inversión suficientemente homogéneas para considerarse de forma similar a nivel estratégico.

**La gestión de los portafolios de los fondos de desacumulación debería incorporar a nivel estratégico la caracterización de los flujos futuros asociados al pago de los beneficios pensionales.** Las administradoras deberían contemplar tanto los activos como los pasivos, esto con el fin de calibrar adecuadamente el *glidepath* de los portafolios y poder gestionar los riesgos de duración y riesgos de mercado que podrían afectar la mesada esperada de los afiliados.

**Las administradoras deberían establecer el momento de la vida de los afiliados y/o fondo de acumulación a partir del cual se incorporen en la definición de la AEA los flujos futuros asociados al pago de los beneficios pensionales esperados.** En particular, la incorporación de los flujos futuros asociados al pago de los beneficios pensionales esperados debería estar enfocada en la definición de una trayectoria que permita reducir gradualmente los riesgos relativos a los fondos de desacumulación cuando haya lugar.

**Las decisiones sobre la inversión y administración de los recursos se deberían realizar bajo el concepto de portafolio integral.** Los principios deberían aplicarse a la estrategia de inversión agregada y no a las inversiones individuales de forma aislada. En este sentido, ante eventos adversos de mercado que afecten a las inversiones individuales, se debería evaluar la incidencia de riesgo en el portafolio de manera integral. Así mismo, se deberían implementar mecanismos que permitan evaluar los impactos marginales en rentabilidad y riesgo de las potenciales inversiones y/o nuevas clases de activos.

**Las restricciones normativas deberían incorporarse como una restricción de los modelos con base en los cuales se define la AEA y/o la ATA. En todo caso, las restricciones normativas no deberían incorporarse como un objetivo de dicho modelo.** No se debe desconocer que existen restricciones establecidas en el marco normativo, en el cual se encuentran los límites y cupos de los activos elegibles y el cumplimiento de rentabilidad mínima, entre otras. Por lo tanto, mientras los objetivos de los afiliados deberían definir los objetivos del modelo en el cual se basa la construcción de AEA, las administradoras deberían definir si integran las restricciones regulatorias a nivel estratégico y/o a nivel táctico. Las restricciones normativas únicamente se deberían incluir si, de su análisis, se evidencia que reflejan de forma adecuada los perfiles de los diferentes fondos. Así mismo, la medición de desempeño de la gestión estratégica y/o táctica (en el caso en que aplique) debería permitir diferenciar los componentes regulatorios y de gestión de los equipos de inversiones con respecto al referente estratégico.

**Las administradoras deberían definir una política en materia de ASG, al igual que los mecanismos para su monitoreo y actualización. Así mismo, la política debería incluir la justificación para su desarrollo, las bases conceptuales o definiciones y el listado de estrategias que considera relevantes para su implementación.** En aquellos casos donde aplique, la política en materia de ASG debería señalar cómo se integran estos asuntos en el ejercicio de sus derechos políticos, incluyendo las estrategias para el relacionamiento con emisores. Sobre esto último, las administradoras deberían contar con criterios claros frente al ejercicio de este derecho y de otras formas de relacionamiento con el emisor.

**La política definida por las administradoras en materia de ASG debería abordar la estrategia de integración, entendida como la inclusión de los factores ASG de manera sistemática y explícita en su gestión de riesgos.** En ese sentido, la política debería reflejar cómo la integración de asuntos ASG permite identificar y gestionar riesgos de largo plazo, cómo se relaciona con el deber fiduciario y cómo ésta se alinea con los objetivos de los afiliados.

**La integración de factores ASG en el análisis de riesgo debería estar alineada con el análisis de partes interesadas y sus potenciales impactos en el desempeño de los portafolios en el largo plazo.** Los planes, procesos y sistemas desarrollados para integrar los asuntos ASG deberían estar enfocados en el análisis de los potenciales impactos positivos y/o negativos que el proceso de inversión pueda generar en los objetivos de las partes interesadas. En ese sentido, la incorporación de los factores ASG debe considerar que éstos pueden tener un impacto financiero directo y potencialmente sustancial en los ahorros pensionales, especialmente a largo plazo.

**La incorporación de factores ASG y criterios de inversión responsable en fondos alternativos[[8]](#footnote-9) o voluntarios debería reflejar las preferencias de los afiliados e integrar estrategias diferentes a los de los fondos por defecto.** En los casos en los que a estos fondos se les asigne una denominación relacionada con algunas de las tres dimensiones de ASG o bajo nombres como sostenibles, responsables, o similares, las administradoras deberían justificar de manera clara la asignación de esa denominación, explicar las estrategias utilizadas y comunicar de manera clara si además del desempeño financiero buscan generar un impacto específico. En el caso de aquellos fondos que tengan una denominación verde, las administradoras podrían referenciar la alineación con la taxonomía Verde de Colombia. Para todos los casos en los que se prometa generación de impacto, la rendición de cuentas debería incluir el desempeño frente al impacto esperado.

## **Principios de riesgo**

**La gestión de riesgos debería estar alineada con los objetivos de los afiliados, para lo cual se deberían utilizar presupuestos de riesgo definidos ex ante relativos al cumplimiento de los objetivos.** En particular, la gestión de riesgos debería estar enfocada desde la AEA. De esta forma, en la ATA, los gestores de portafolio podrían gestionar las inversiones en las diferentes clases de activos o factores de riesgo con el objetivo de buscar generar retorno adicional al del referente estratégico,lo anterior sujeto a la definición de presupuestos para cada riesgo. La buena práctica debería también estar orientada hacia una gestión de riesgos que contribuya a un *de-risking* ordenado y relativo a los objetivos de los fondos a través de los diferentes portafolios de acumulación, al acercarse a la edad de pensión de los afiliados, en concordancia con los objetivos de los fondos definidos a nivel estratégico.

**Se debería realizar una caracterización de los flujos futuros asociados al pago de los beneficios pensionales esperados desde la etapa de acumulación, esto con el propósito de establecer objetivos de riesgo/retorno que estén alineados con los objetivos de los portafolios de desacumulación.** Esta valoración debería contemplar elementos centrales como la duración, lo cual permitiría que las administradoras mantengan una gestión de riesgos alineada con las características de los afiliados y con los objetivos de los fondos. En el caso de los portafolios de desacumulación, la valoración del pasivo debería ser uno de los insumos principales para el desarrollo de la AEA y ATA, mientras que, en los portafolios de acumulación, una buena práctica sería definir el momento de la vida del afiliado y/o fondo de acumulación a partir del cual se hace necesario realizar al menos una caracterización de los flujos esperados asociados al pago de los beneficios pensionales, esto con el objetivo de evaluar los riesgos del portafolio relativo a los objetivos del mismo.

**Las administradoras deberían hacer uso de métricas de largo plazo que permitan el control del *pension-risk* en la definición de la AEA de los portafolios de desacumulación.** En particular, la definición de los presupuestos en la AEA debería estar desarrollada teniendo como objetivo la mitigación del *pension-risk*, entendido como la posibilidad de no contar con los activos necesarios para cumplir con una senda objetivo de beneficios pensionales. Este enfoque de gestión de riesgos ofrece ventajas a la gestión de las administradoras y es consistente con una gestión de portafolios enfocada en buscar cumplir con el objetivo de los fondos con un nivel de confianza determinado[[9]](#footnote-10). Para que esta buena práctica sea exitosa es necesario que las AFP cuenten con políticas y procedimientos para un adecuado perfilamiento de los afiliados para su correcta inclusión en el fondo que corresponda a su objetivo.

***En el largo plazo:*** Se debería establecer el uso de métricas que permitan el control del *pension-risk* en la definición de la AEA de todos los portafolios de acumulación. Se considera una buena práctica que se realice una transición desde las medidas actuales de riesgo de mercado hacia métricas orientadas a cuantificar los impactos potenciales de la volatilidad de las inversiones sobre las mesadas pensionales esperadas. Dichas medidas deberían ser relativas al *pension-risk*, entendido como el riesgo de que los retornos de los activos no sean acordes con los objetivos de maximización de los beneficios pensionales esperados en los portafolios de acumulación[[10]](#footnote-11).

**Las AFP deberían definir un mecanismo de retroalimentación de la AEA con base en los presupuestos de riesgo y el riesgo observado a nivel táctico.** El proceso de definición de la AEA debería ser revisado periódicamente teniendo en cuenta el monitoreo permanente de los mercados, de manera tal que se generen mecanismos para la modificación de los presupuestos de riesgo y la calibración de los rangos tácticos, incluso si el tiempo no coincide con los períodos definidos internamente por cada administradora para la revisión de la AEA. En los procesos de modificación de la AEA y presupuestos de riesgos, se deben definir las instancias de revisión y aprobación. Esta retroalimentación debería ser definida internamente por las AFP, de acuerdo con los lineamientos que cada administradora establezca.

**Las administradoras deberían medir el desempeño de los fondos frente a los presupuestos de riesgo establecidos en la asignación estratégica.** En línea con la definición de los presupuestos de riesgo en la AEA y la definición del referente (o *benchmark*), se considera una buena práctica que se mida el desempeño de las decisiones de inversión frente a los presupuestos de riesgos definidos. Dicha medición de riesgos debería estar idealmente enmarcada dentro de un análisis de *performance attribution* que cuantifique y permita gestionar la relación riesgo/retorno de las decisiones de selección de activos y de las desviaciones frente a las ponderaciones definidas en el referente para el horizonte de tiempo correspondiente. La medición de desempeño debe permitir evaluar la calidad y oportunidad de las decisiones tácticas. Además, en este sentido, debe permitir evaluar las decisiones efectivamente tomadas por el administrador.

**Las administradoras deberían definir umbrales dinámicos por cada factor de riesgo de acuerdo con las condiciones de mercado y los presupuestos de riesgo globales que se hayan definido.** Dentro de la definición de los presupuestos de riesgo, se considera como una buena práctica que se definan umbrales de tolerancia para la gestión del portafolio y que los mismos sean definidos dinámicamente como función de indicadores de riesgo y/o las condiciones del mercado. Estos umbrales idealmente podrían definirse en términos de consumos máximos de los presupuestos de riesgo previamente definidos.

**Los análisis de riesgo deberían incorporar el factor de riesgo de duración, esto considerando que la edad a pensión es una de las principales variables de perfilamiento de los afiliados.** Es considerada una buena práctica una gestión dinámica de la duración de los portafolios para que el riesgo de tasa de interés esté en todo momento alineado con los objetivos de largo plazo de los portafolios. Dentro de esta gestión, es importante tener presente el riesgo de reinversión de activos, ya que gestionar este riesgo cobra mayor relevancia dado el horizonte de largo plazo de estos portafolios. Por su parte, para activos de renta variable y alternativos, se considera una buena práctica contar con una gestión dinámica de los horizontes de inversión en este tipo de activos en función del objetivo del portafolio.

***En el largo plazo:*** Se deben contemplar mecanismos para la inmunización de los portafolios ante el riesgo de tasa de interés, lo anterior con el objetivo de asegurar niveles mínimos, con un nivel de confianza determinado, de las mesadas pensionales a recibir por parte de los afiliados.

**Las administradoras deberían integrar los asuntos ASG en su gestión de riesgo como un factor de riesgo más.** La consideración de estos asuntos responde a una adecuada gestión de riesgos pues la naturaleza y los posibles impactos asociados a los asuntos ESG, tales como el cambio climático y cambios demográficos, podría significar un posible impacto significativo en el perfil de riesgo/retorno de los portafolios[[11]](#footnote-12).

**Como una primera aproximación para la integración de los asuntos ASG en la AEA y ATA, se recomienda a las administradoras empezar a construir evidencia sobre cómo éstos pueden afectar el desempeño de las inversiones.** Una buena práctica que se evidencia en la industria internacional es la de explorar cómo los asuntos ESG, como por ejemplo el riesgo físico y el riesgo de transición[[12]](#footnote-13) asociados al cambio climático, pueden incorporarse en las pruebas de estrés para establecer su potencial impacto en los retornos a largo plazo[[13]](#footnote-14).

**Las administradoras deberían definir pruebas de estrés de sus portafolios que permitan identificar el impacto de las desviaciones tácticas en relación con el referente estratégico.** La realización de pruebas de estrés, con una frecuencia acorde con los objetivos de los portafolios administrados, es una buena práctica que se evidencia en la industria. Además de lo anterior, se deberían evaluar choques de mercado tanto históricos como hipotéticos. En cualquier caso, es importante que la evaluación de las pruebas de estrés se haga en conjunto con un análisis de las probabilidades de ocurrencia de dichos ejercicios, así como establecer posibles desviaciones en cuanto a relaciones riesgo/retorno frente al referente estratégico.

***En el largo plazo:*** Los impactos de los escenarios de estrés deberían cuantificarse idealmente en términos relativos frente a su impacto sobre las mesadas pensionales esperadas de los afiliados.

**Las administradoras deberían definir apetitos por lo menos de riesgo de crédito, mercado y liquidez a nivel de portafolio. Además, deberían involucrar el análisis de riesgos adicionales al riesgo de mercado, tradicionalmente gestionados a nivel táctico, a las decisiones de inversión a nivel estratégico.** Se considera una buena práctica la incorporación de indicadores de gestión a nivel de portafolio para los riesgos de crédito, mercado y liquidez que retroalimenten las decisiones de inversión a nivel estratégico. El uso de los presupuestos de riesgo a nivel de portafolio contribuye a una visión integral de los riesgos asumidos para una mejor definición y control de las políticas de inversión a nivel estratégico. Así mismo, los factores ASG deberían contemplarse dentro de la definición del apetito de riesgo de las administradoras.

**Se debería contar con mecanismos adecuados que permitan la identificación, cuantificación y gestión de riesgos no financieros y riesgos financieros no tradicionales (evaluación del gestor de ETFs, Activos Alternativos), y su impacto potencial sobre los objetivos riesgo/retorno de los portafolios.** Los administradores deberían contar con manuales y procedimientos establecidos para gestionar adecuadamente los riesgos no financieros (legal, operativo, regulatorio, reputacional) y financieros no tradicionales (evaluación del gestor de ETFs, Activos Alternativos y ASG). Las políticas para riesgos no financieros deberían buscar minimizar el impacto de dichos riesgos sobre el cumplimiento de una adecuada gestión estratégica y táctica de activos. Las políticas de medición de riesgos financieros no tradicionales deberían implementarse tanto a nivel táctico como a nivel estratégico.

## **Principios de Gobierno Corporativo**

**La Junta Directiva debería establecer claramente las funciones de los comités de riesgo y de inversiones**, las cuales a su vez deben estar acordes con el marco normativo vigente. Estas funciones deberían reflejarse en los reglamentos de cada uno de los comités. Se considera una buena práctica que las discusiones técnicas de la AEA y ATA se deleguen a los comités y se establezcan los criterios que definan las situaciones que deben informarse a la Junta Directiva.

**El comité de inversiones debería tener claramente establecidas sus funciones de estrategia y de supervisión.** A nivel estratégico, el comité de inversiones debería establecer los objetivos de cada uno de los fondos con base en el análisis de partes interesadas con el apoyo de las áreas de riesgo. Así mismo, este comité debería definir la AEA y la tolerancia de las desviaciones a nivel táctico. Este comité también debería evaluar el desempeño de la ATA relativo a la AEA. Su función de supervisión debería estar enfocada en verificar que la asignación táctica del portafolio cumpla con los límites definidos a nivel estratégico y evaluar periódicamente que la asignación estratégica definida esté alineada con el objetivo de inversión del respectivo fondo. En términos de la conformación del comité, el mismo debería estar integrado por miembros que cuenten con una diversidad de experiencias y conocimientos, esto con el fin de enriquecer el proceso de construcción de los referentes estratégicos de los distintos fondos e incorporar mayor amplitud a los análisis que los soportan.

**El comité de riesgos debería tener claramente establecidas sus funciones de estrategia y de supervisión y no limitar su análisis al cumplimiento de límites y políticas.** A nivel estratégico, el comité de riesgos debería ser el encargado de definir los presupuestos y apetitos de riesgo de la AEA de forma que los mismos sean coherentes con los objetivos de cada fondo, así como de las metodologías para su cálculo. A nivel de supervisión, el comité de riesgos debería monitorear el consumo por parte de las áreas de inversiones de los presupuestos de riesgos, así como que estos presupuestos se ajusten a las condiciones actuales de los mercados y sean consistentes con los niveles de riesgo tolerables en cada portafolio. Así mismo, el comité de riesgos debería definir apetitos de riesgo de mercado, crédito y liquidez, entre otros, para cada uno de los portafolios administrados. En términos de la conformación del comité, el mismo debería estar integrado por miembros que cuenten con una diversidad de experiencias y conocimientos, esto con el fin de enriquecer el proceso de construcción de los presupuestos de riesgo e incorporar mayor amplitud a los análisis que los soportan.

**Los miembros de los comités deberían contar con capacitación y criterios objetivos de evaluación, similares a los aplicables a los miembros de la Junta Directiva.** Debería existir un proceso formal de capacitación, actualización y evaluación de desempeño de los miembros de los comités de riesgo y de inversiones, respecto a las funciones de estrategia y de supervisión que éstos deben desempeñar. Estos procesos deberían incluir tanto a los miembros de la administración como a los miembros de junta e independientes de los comités.

**El comité de gobierno corporativo o quien haga sus veces en las administradoras debería establecer criterios que propendan porque la composición de los comités sea consecuente con el cumplimiento de las funciones de estrategia y supervisión.** Entre los criterios, se debería evaluar que algunos de los miembros tengan experiencia relevante en alguna de las dos funciones, de forma que el comité pueda utilizar sus conocimientos para robustecer las mismas**[[14]](#footnote-15)**. Además, se debe evaluar la participación de los responsables de la gestión de los riesgos actuariales en los comités de inversiones y/o de riesgo.

**Los comités de inversiones y de riesgo deberían definir la forma en que se presenta a los diferentes órganos de control interno la información de los fondos administrados, la cual dependerá de las condiciones particulares de cada AFP, su estructura y necesidades propias, cumpliendo con los principios de claridad, integralidad, significancia y coherencia en el tiempo.** Para el caso de los fondos de desacumulación, la información debería presentarse de forma relativa a los pasivos de los fondos. En relación con los fondos de acumulación, la información debería presentarse con respecto a los objetivos definidos por la administradora para este tipo de fondos. En todo caso, la información mínima que se presente para cada tipo de fondo debería estar enfocada en evaluar el desempeño y los riesgos relativos al valor de un beneficio pensional futuro esperado por los afiliados.

**El área actuarial o a quien haga sus veces debería estar invitada a las sesiones de discusión de la definición de la estrategia cuando no haya representantes en el comité en el que ésta se defina.** Adicionalmente, el comité en el que se defina la estrategia debería definir claramente el rol de esta área en la definición de la asignación estratégica.

**Los comités deberían establecer los temas que requieran la incorporación de otras áreas, como el back office, en las discusiones.** La incorporación de estas áreas en las discusiones cobra una especial relevancia al momento de evaluar la inclusión de nuevas clases de activos en la AEA.

**Se deben propiciar espacios para la retroalimentación entre los equipos de inversiones, de riesgos y actuaría.** Estos espacios pueden organizarse por fuera de los comités de inversiones y riesgos y deberían tener un enfoque de retroalimentación de los equipos en materia de tendencias de riesgos de globales y específicos que permitan robustecer los análisis de riesgo/retorno.

**Se debería contar con** **un esquema claro para la incorporación de ASG definido por la Junta Directiva, en el cual se identifiquen roles y responsabilidades, se definan las tareas claves y se asignen los recursos necesarios.** En ese sentido, las administradoras deberían definir la responsabilidad que va a desempeñar la Junta Directiva, el comité de riesgos y el comité de inversiones, así como las funciones que van a desempeñar las diferentes áreas de la organización que participan en los diferentes procesos de inversión.

## **Selección de activos y ejecución de inversiones**

Esta sección refleja las conclusiones del módulo de discusión sobre principios y mejores prácticas en materia de selección de activos y ejecución de inversiones. En particular, la sección aborda cinco conceptos principales asociados al proceso de selección de activos y ejecución de inversiones, sobre los cuales se profundiza más adelante:

* Primero, las administradoras deberían contar con un equipo humano que se caracterice por tener una gran diversidad de experiencia profesional y formación académica con el fin de enriquecer el proceso de selección de activos e incorporar mayor amplitud a los análisis que soportan dicho proceso. Además, se deberían incorporar herramientas tecnológicas que faciliten y complementen el análisis de información para la toma de decisiones.
* Segundo, las administradoras deberían evaluar si es pertinente delegar la administración de algunas clases de activos dentro de los portafolios administrados. La decisión debe partir una evaluación rigurosa por parte de las administradoras en relación con sus capacidades. Los lineamientos que se establezcan frente a la gestión de las distintas clases de activos deben resultar coherente tanto con la capacidad de gestión de cada administradora como con los objetivos de inversión definidos para cada portafolio.
* Tercero, para aquellos casos en los cuales las administradoras decidan delegar la administración de ciertos activos, se deberían implementar métricas de riesgos para hacer el correspondiente seguimiento. En particular, se deberían desarrollar mecanismos de selección, monitoreo y control diferenciales para las clases de activos que gestionen de forma directa y aquellas que se realicen por medio de delegación.
* Cuarto, en el proceso de selección de activos y ejecución de inversiones, al igual que en el proceso de definición de la AEA, las administradoras deberían incorporar los factores ASG en el análisis de riesgo. Lo anterior implica considerar cómo estos asuntos pueden impactar el desempeño de los activos que componen los portafolios. En particular, se considera una buena práctica incorporar diversas fuentes de información y contar con diferentes herramientas o estrategias para recopilar y analizar la información sobre estos asuntos en el proceso de selección de activos.
* Quinto, las administradoras deberían incluir en el ejercicio de sus derechos políticos la gestión de los criterios ASG. Ejercer la propiedad activa a través de los derechos políticos es un elemento fundamental del deber fiduciario de las administradoras. Por lo tanto, las administradoras deberían diseñar mecanismos para evaluar el desempeño en asuntos ASG y apalancarse en los análisis de materialidad de los emisores que hagan parte de los portafolios de inversión. En los casos en que las administradoras deleguen la gestión de activos a terceros, el desempeño en materia de ejercicio de derechos políticos debe considerarse en el proceso de evaluación y selección del administrador y/o gestor.

## **Principios de inversión**

**Las administradoras de pensiones deberían contar con equipos y procesos robustos para la adecuada ejecución de inversiones y evaluar permanentemente la capacidad de estos con respecto a sus funciones.** Particularmente, para el proceso de selección de activos, las administradoras, deberían contar con un equipo humano que se caracterice por tener una gran diversidad de experiencia y formación académica, esto con el fin de asegurar que el proceso de toma de decisiones en el proceso de selección de activos considere diferentes perspectivas y esté libre de potenciales sesgos. Además, deberían incorporar herramientas que faciliten el manejo y el análisis de información (*i.e*., *Big-Data*, inteligencia artificial, visualización de datos, etc.).

**En el proceso general de selección de activos, las entidades deben evaluar si es pertinente delegar la administración de algún/os tipo/s de activo/s dentro de los portafolios administrados.** Esta se debe realizar desde un enfoque de generación de sinergias entre el tercero y la AFP, teniendo en cuenta como mínimo la experiencia y desempeño del administrador, su experiencia específica en el mercado a delegar y una definición clara en cuanto a políticas, límites de riesgo, su seguimiento y evaluación de la pertinencia de mantener el modelo de delegación. En principio, la delegación de una parte de la administración de portafolio no debería estar restringida a ninguna clase de activo. En la medida en que el costo-beneficio de esta delegación sea beneficiosa para conseguir los objetivos de pensión de los afiliados, esta delegación puede aplicarse a cualquier clase de activo o mercado. Es importante incluir cláusulas de salida claras para las AFP, en los casos en que la delegación de portafolios no alcanza los objetivos trazados.

**Las administradoras deberían establecer unos criterios claros con los cuales se determine la forma en que adelantarán la selección de activos y la ejecución de inversiones para cada clase de activos.** En particular, dichos criterios deberían contener unos lineamientos claros que definan en qué casos se debería realizar la gestión de inversiones de manera directa por los equipos de las AFP y en qué casos se debería delegar la gestión a un tercero. La definición de dichos criterios debería partir de una evaluación rigurosa por parte de las administradoras en términos de sus capacidades de gestionar adecuadamente distintas clases de activos. En ese sentido, las administradoras deberían desarrollar un mecanismo de evaluación al nivel de clase de activos que considere tanto los objetivos de inversión como la capacidad de gestión. De tal manera, los criterios que se determinen para la gestión de las distintas clases de activos deberían ser coherentes con las capacidades de cada administradora y con los objetivos trazados.

**Independientemente de la decisión de delegación, el proceso de selección de activos, al igual que la AEA, debería estar acorde con los objetivos de inversión definidos para cada portafolio.** En los fondos de acumulación, la selección de activos debería tener en cuenta principalmente el horizonte de inversión y el beneficio pensional esperado por los afiliados.En los portafolios de desacumulación, la selección de activos debería considerar los flujos futuros asociados al pago de los beneficios pensionales, por lo cual debería incorporar variables como expectativa de vida, composición familiar de los afiliados, entre otros. En todo caso, el proceso de selección de activos debería siempre estar encaminado a aportar directamente al objetivo trazado, respetando los presupuestos de riesgo definidos para cada portafolio.

**Las métricas de desempeño y riesgo de los portafolios también deberían dar cuenta de cómo el proceso de selección de activos y ejecución de inversiones contribuye al logro de los objetivos definidos.** En ese orden de ideas, el análisis de *performance attribution* también debería llevarse a cabo al nivel de selección de activos y ejecución de inversiones y ser complementado con el monitoreo de indicadores que permitan identificar de dónde vienen los retornos que se están generando o dejando de generar relativo a lo establecido en el *benchmark*. Además, las administradoras deberían establecer procesos y herramientas para que en el análisis de riesgo/retorno se incorporen también los factores ASG.

**Para la incorporación de los factores ASG en el proceso de selección de activos, las administradoras deberían contar con miembros del equipo que tengan el conocimiento técnico necesario. Dichos miembros deberían ser los encargados de asegurarse que cuentan con la información necesaria para poder identificar los riesgos y oportunidades en materia de ASG.** Además, como buena práctica, las administradoras deberían incorporar diversas fuentes de información en el análisis de los factores ASG. Lo anterior implica que las administradoras deberían: (i) comprender qué tan robustos, precisos, relevantes y comparables son los datos que están utilizando y ajustar sus análisis en consecuencia; (ii) contar con diferentes mecanismos, herramientas o estrategias incluidas aquellas en las que se utilizan innovaciones tecnológicas, para recopilar información sobre los factores ASG, esto con el fin de contar con un análisis más certero en la selección de activos y la ejecución de inversiones; y (iii) apoyarse de un análisis de materialidad para que la recolección, análisis y uso de la información sea eficiente/optima.

## **Principios de riesgo**

**La gestión de los riesgos a nivel de activos debe llevarse en cascada desde la definición de la AEA, la ATA hasta llegar al caso individual activo por activo.** De igual forma, la inclusión de nuevos activos y/o factores de riesgo se debe realizar iniciando desde la AEA, para incorporar en la gestión integral de riesgos las restricciones y/o políticas pertinentes en el proceso de inversiones de las AFP. En línea con la AEA, se deberían realizar análisis de riesgo para al menos los riesgos de mercado, crédito, ASG, actuarial, liquidez y duración[[15]](#footnote-16).

**En caso de optar por delegar la administración de inversiones en ciertos activos y/o mercados, la entidad debe contar con metodologías y métricas diferenciadas y claras tanto para los activos delegados como los de administración propia.** Por lo anterior, aunque el proceso de inversión se delegue en un tercero, la entidad debe asegurar que dicho proceso esté plenamente enmarcado dentro de los objetivos de los portafolios, y cumpla las disposiciones de riesgo (*middle-office)* de la entidad. Es importante diferenciar las métricas de riesgo con las que se hará el seguimiento a cada uno de los procesos, debido a las particularidades que presenta cada uno en su administración. En ese sentido, deberían existir mecanismos de selección, monitoreo y control diferenciales para las clases de activos que se seleccione y ejecuten de forma directa y aquellas que se realicen por medio de mandatos a terceros u otros vehículos de inversión. Dichos mecanismos deben contemplar los riesgos financieros y los riesgos no financieros.

**De manera análoga, en los casos en que las administradoras deleguen la gestión de activos a terceros, la integración de los asuntos ASG deberían considerarse en el proceso de evaluación y selección del administrador y/o gestor.** En ese orden de ideas, en el proceso de debida diligencia, se deberían incorporar preguntan asociadas a la experiencia de los terceros en asuntos ASG y la aproximación que estos tienen para la gestión de este tipo de riesgos en el proceso de selección de activos y ejecución de inversiones.

**Para la selección de activos, al igual que en la AEA, las administradoras deberían incorporar los asuntos ASG como factores de riesgo.** El análisis de materialidad es un elemento central para la incorporación de los asuntos ASG como factores de riesgo en el proceso de selección de activos. En razón a ello, las administradoras deberían propender por contar con análisis de materialidad, entendido generalmente como el análisis sobre los riesgos y oportunidades ASG relevantes para una empresa, sector o país. Alternativamente, las administradoras deberían establecer un proceso de evaluación y consideración de riesgos ASG basado en los ejercicios realizados por terceros.

**La incorporación de criterios ESG está orientada a analizar riesgos y oportunidades que pueden afectar la estabilidad financiera y el cumplimiento de objetivos de un emisor o contraparte. Por lo tanto, las administradoras deberían empezar a identificar y tener en cuenta los enfoques emergentes para la incorporación de los asuntos ASG en las diferentes clases de activos y en la delegación de inversiones.** En renta fija, la integración de asuntos ASG puede enforcase en ayudar a construir sobre la evaluación tradicional del riesgo crediticio para determinar posibles incumplimientos de obligaciones futuras. Esto puede tener lugar sobre una base específica de la empresa, pero también puede aplicarse a las tendencias de toda la industria que se relacionan con temáticas como el riesgo climático. En renta variable, la integración de asuntos ASG puede buscar la identificación de riesgos materiales para el negocio, que no necesariamente se revelan a través de un análisis de los estados financieros de la empresa y que, en consecuencia, no se incluyen en el precio de sus acciones.

**Las administradoras deberían incluir los asuntos ASG en el ejercicio de sus derechos políticos.** En efecto, ejercer la propiedad activa a través del ejercicio de los derechos políticos es un elemento crítico del deber fiduciario de las administradoras para con sus afiliados. Las AFP deberían estar prestas a ejercer la propiedad activa de manera colectiva en los casos donde se puedan dar sinergias. En los casos en que las administradoras deleguen la gestión de activos a terceros, la evaluación de sus políticas y desempeño en materia de ejercicio de sus derechos políticos debería considerarse en el proceso de evaluación y selección del administrador y/o gestor.

## **Principios de Gobierno Corporativo**

**Los comités de riesgo y/o inversiones deberían evaluar periódicamente las capacidades y desempeño de los equipos para la gestión de las inversiones del portafolio.** Esta evaluación debería estar encaminada en analizar las capacidades de los equipos en materia de ejecución de operaciones, selección de activos, administración de conflictos de interés y ejercicio de la propiedad activa, entre otros. Para el caso específico de la selección de activos, cuando la entidad decida delegar una parte de la administración de su portafolio, la evaluación debe enfocarse en que la entidad cuenta con los procesos adecuados para hacerle seguimiento a un portafolio delegado. Las capacidades pueden ser evaluadas por los propios equipos y presentadas a los comités con base en los criterios que éstos definan. Así mismo, estos comités deberían definir los criterios mínimos de los planes de capacitación y las estructuras de los incentivos de los equipos de inversiones.

**Los comités deberían diseñar y proponer a la Junta Directiva políticas para la incorporación de nuevas clases de activos que incluyan la evaluación de la capacidad de los equipos para el análisis de los activos y la ejecución de las estrategias, el análisis de riesgos y de la relación riesgo/retorno como mínimo.** Así mismo en el análisis de nuevas clases de activos, el comité de inversión debería establecer los criterios con base en los cuales se defina si la selección de activos y/o su ejecución deberían hacerse de forma directa o deben ser delegadas en un tercero, caso en el cual también se deben establecer las metodologías de riesgo/retorno con base en las cuales se realizará el seguimiento.

**Los comités deberían establecer metodologías para definir los umbrales de relación riesgo/retorno en cada una de las clases de activos y así mismo definir el área responsable de su implementación.** La implementación y ejecución de estas metodologías puede estar a cargo del área de riesgos o del área de inversiones y deben incorporar las características de los diferentes activos.

## **Revelación de información**

Esta sección refleja las conclusiones del módulo de la agenda de discusión en el cual se discutieron los estándares y mejores prácticas en materia de revelación de información a los afiliados y al público en general. En la sección se destacan tres conceptos generales, los cuales se desarrollan en detalle más adelante:

* Primero, la revelación de información debería contemplar la heterogeneidad que existe en el nivel de educación financiera de los afiliados. No se debe perder de vista que los afiliados al SGP no necesariamente son inversionistas con un alto grado de conocimiento de temas financieros. En ese sentido, las administradoras disponer para sus afiliados distintas capas de información, cada una con un nivel diferente de complejidad, que permitan que los afiliados puedan acceder a la información más acorde con su nivel de conocimiento y entendimiento en la materia. La información que sea publicada para el afiliado con un conocimiento básico del sistema (primera capa) debe ser sencilla, libre de tecnicismos, concisa y de fácil comprensión.
* Segundo, se debe trabajar en un repositorio centralizado, administrado por la SFC, en el cual se publiquen indicadores que vayan más allá de las medidas de riesgo versus retorno, y que midan la calidad del servicio que presta cada una de las administradoras. El objetivo es que los afiliados puedan comparar y evaluar a las administradoras desde un tablero que incluya una multiplicidad de criterios.
* Tercero, las administradoras deberían migrar desde un enfoque de transparencia hacia un enfoque que se centre en la consecución de los objetivos del modelo de revelación de información. En este sentido el modelo debería propender por generar conocimientos en sus afiliados para la toma de decisiones, buscando que los mismos se vuelvan más activos en la toma de decisiones y ser evaluado en ese sentido. Para estos fines, las administradoras deberían explorar métodos experimentales con el fin de focalizar mejores sus programas de educación financiera, evaluar los mecanismos más efectivos e incentivar a los afiliados a asumir un rol más activo frente a su ahorro pensional.

## **Principios y estándares para la revelación de información a los afiliados y al público en general**

**Las administradoras deberían definir y publicar medidas de riesgo y desempeño que estén acordes a los diferentes niveles de educación financiera de sus afiliados. En todo caso, la regulación debería establecer cuáles deberían ser las medidas mínimas a presentar para cada público objetivo.** Para todos los afiliados, las administradoras deberían contar con medidas de riesgo y desempeño de los portafolios que sean de fácil comprensión y que requieran de pocos conocimientos especializados en la materia. Además, las administradoras deberían contar con indicadores disponibles para aquellos afiliados o partes interesadas que tengan un mayor nivel de educación financiera y que estén interesados en conocer indicadores de riesgo y retorno más sofisticados (*e.g*., *Sharpe ratio*, dispersión de retornos, *maximum drawdown*, volatilidades versus rentabilidades) y definir la forma en que se presenten las diferentes capas de información con el fin de focalizarla en cada tipo de afiliado.

**Al igual que en el caso de los indicadores de riesgo y desempeño, para la publicación de la política de inversión y de ASG[[16]](#footnote-17), las administradoras también deberían definir qué información incluir y cómo presentarla ante sus afiliados, teniendo en cuenta los diferentes niveles de educación financiera y/o conocimiento.** Para todos los afiliados, las administradoras deberían publicar un resumen simplificado, máximo de una página, de cada una de estas políticas, en el cual se destaquen los elementos más relevantes. En el caso de la política ASG, el resumen debería contener al menos su objetivo, el alcance de aplicación según las diferentes clases de activos, y debería hacer referencia a la estrategia de integración de los factores ASG. En caso de contar con una política de ASG, inversión responsable o sostenible más amplia, esta puede ser incluida en la política de inversión y debe incluirse en el resumen simplificado mencionado anteriormente. En cualquier caso, esta debe incluir como mínimo la integración de factores ASG como factores de riesgo.

**Las administradoras deberían continuar utilizando la metodología NAV para valorar las participaciones de sus afiliados en los fondos administrados. No obstante, como buena práctica, la aplicación de dicha metodología se debería estandarizar tomando como referencia los GIPS.** Además de garantizar una mayor transparencia para los afiliados, estandarizar la aplicación de la metodología NAV conduciría a que las administradoras estuviesen alineadas con las mejores prácticas internacionales en la materia.

***En el largo plazo:*** Las administradoras deberían implementar una mesa de trabajo a nivel de industria con el fin de evaluar la conveniencia de implementar la Unidad de Renta Vitalicia como métrica para valorar la participación de los afiliados, esto teniendo en cuenta que la misma está expresada en términos de unidades de beneficios pensionales, lo cual les permitirá a los afiliados comparar su situación actual versus su objetivo pensional.

**Las administradoras deberían presentar indicadores que permitan a los afiliados evaluar el desempeño de los portafolios en términos de beneficios esperados con base en los parámetros y/o criterios que defina la regulación.** En particular, se considera una buena práctica presentar la probabilidad de obtención de una tasa de reemplazo objetivo con base en su historia laboral y desempeño del portafolio pensional. Esta información debería estar incluida entre los indicadores que se presenten a los afiliados a nivel general y debería ser de fácil acceso y comprensión. Los parámetros de estas medidas deberían estar definidos por el supervisor con el fin de garantizar la comparabilidad entre administradoras.

**Las administradoras deberían incluir en los reportes periódicos, junto con las medidas de desempeño y riesgo, las acciones concretas que podría tomar el afiliado para mejorar sus beneficios esperados.** Los reportes periódicos deberían incentivar a los afiliados a tomar acciones concretas para mejorar sus prospectos de pensión, a la luz de los indicadores de desempeño presentados. Idealmente, los reportes deberían permitir al afiliado aumentar sus aportes voluntarios y mostrar los efectos de tomar dichas acciones sobre su pensión esperada.

**Las administradoras también deberían adoptar indicadores que le permita conocer a sus afiliados el cumplimiento de las metas fijadas en el marco de la política ASG.** Como buena práctica, las administradoras deberían revelar al público por lo menos el porcentaje de activos bajo administración cubiertos por la política ASG, el porcentaje de cobertura de emisores y gestores con evaluación de riesgos y oportunidades en términos de factores ASG, indicadores sobre el cumplimiento de metas y, en los casos en donde aplique o sea relevante, su exposición a los riesgos climáticos.[[17]](#footnote-18).En cualquier caso, esta divulgación debe incluir referencia a los activos que están cubiertos bajo la estrategia de integración de asuntos ASG. Respecto a la propiedad activa, las Administradoras deberían revelar a sus afiliados las prácticas implementadas para ejercerla.

**Además de revelar medidas de riesgo y desempeño de los portafolios, así como la información relacionada con las políticas de inversión, las administradoras deberían hacer públicas las certificaciones que hayan obtenido por terceros, las cuales avalen la robustez de sus procesos de inversión e idoneidad de la tecnología y talento humano que hacen parte de éstos.** La publicación de dichas certificaciones debería estar centralizada en un repositorio único administrado por la SFC, de manera que les permita a los afiliados comparar a las administradoras desde una perspectiva que vaya más allá de los indicadores de riesgo y desempeño de los portafolios y la política de inversión de estas.

**La SFC debería definir indicadores que midan la calidad del servicio que presta cada una de las administradoras e incluirlos en los reportes al público, esto con el fin de que los afiliados puedan comparar y evaluar a las administradoras desde un tablero que incluya una multiplicidad de criterios.** Dicho repositorio debería contener indicadores que midan la eficiencia de las administradoras en términos de reconocimiento pensional, satisfacción de los consumidores frente a la asesoría que reciben, disponibilidad de canales de atención y atención de PQRs. Así mismo, debería incluir indicadores que permitan realizar un comparativo entre las comisiones que cobran las administradoras a sus afiliados (*i.e.*, costos por comisiones versus retornos o beneficios pensionales obtenidos por los afiliados).

## **Educación financiera para los afiliados del SGP**

**Las administradoras deberían de migrar hacia un enfoque que, además de velar por la transparencia, se centre en la generación de capacidades en sus afiliados, suficientes para que éstos se vuelvan más activos en la toma de decisiones.** En este sentido, las administradoras deberían utilizar métodos experimentales y evaluaciones de tipo cuantitativo y cualitativo con el fin de entender cómo focalizar mejor sus programas de educación financiera y cómo incentivar a los afiliados a que asuman un rol más participativo frente su ahorro pensional. Además, las administradoras deberían explorar experiencias internacionales exitosas en materia de educación financiera y cambios comportamentales que puedan ser adaptadas e implementadas con sus afiliados. En los programas de educación financiera que desarrollen las administradoras, se debe hacer énfasis en el significado e importancia de los factores ASG.

## **Principios de Gobierno Corporativo para la adecuada revelación de información**

**Las administradoras deberían definir claramente los órganos internos responsables de la definición y seguimiento de la idoneidad y suficiencia de la información que se revela al público**. Las instancias en las cuales se revise la idoneidad de la información presentada deberían incorporar a personas relacionadas con los procesos de inversiones y con los procesos de atención al público. Adicionalmente estas instancias deberían evaluar periódicamente la pertinencia y suficiencia de la información presentada.

**Las administradoras deberían tener políticas claras de divulgación de información, definidas por la Junta Directiva y sus comités de apoyo, en las cuales se estipulen qué información le será revelada a los afiliados y a través de qué mecanismos; esto según los diferentes niveles de educación financiera de los afiliados.** Como buena práctica, la información que sea revelada a los afiliados periódicamente debería ser presentada además para seguimiento ante los comités de apoyo de la Junta Directiva. Sobre los asuntos ASG, las administradores deberían propender por: (i) describir de manera sencilla, clara y concisa cómo se tienen en cuenta dichos asuntos en la estrategia de inversión, para que los afiliados puedan comprender fácilmente la filosofía o enfoque de las administradoras en el manejo de estos asuntos; (ii) revelar los riesgos asociados a los factores ASG a los que están expuestos los portafolios; (iii) teniendo en cuenta la relevancia de los riesgos físicos y de transición derivados del cambio climático para la industria, deberían describir cómo manejan estos riesgos y cómo la estrategia de inversión podría verse afectada por un incremento en la temperatura global y/o por la transición a una economía baja en carbono[[18]](#footnote-19).

## **Conclusiones**

En este documento se destacan una serie de buenas prácticas y principios enfocados hacia el fortalecimiento de la gestión de inversiones de las administradoras de fondos de pensiones. La elaboración del mismo partió de un ejercicio colectivo de discusión con los actores relevantes de la industria, en el cual además participaron entidades multilaterales, autoridades de otros países, académicos, terceros expertos, entre otros. Los principios y buenas prácticas delineadas en este documento además incorporan los resultados de una revisión de la literatura internacional, así como las recomendaciones presentadas por la MMC y el análisis del equipo de la SFC.

Es importante señalar en este punto que la SFC consideró necesario contar un conjunto de prácticas o principios que guíen los procesos de inversión de las administradoras de fondos de pensiones, esto con el fin de ayudar a la industria a adaptarse a los estándares observados a nivel internacional y anticiparse a los potenciales cambios normativos que se deriven de las recomendaciones de la MMC.

Este permitió entablar un diálogo constructivo entre los actores de la industria, llegando a consensos sobre la hoja de ruta que deberían seguir las administradoras de fondos de pensiones para fortalecer su gestión a futuro. A continuación, se destacan algunos de los aspectos más relevantes que mencionan en el documento.

* La multiplicidad de partes interesadas en el Sistema General de Pensiones agrega un mayor nivel de complejidad a la gestión de inversiones. En consecuencia, una adecuada gestión por parte de las administradoras del SGP debería partir de una identificación clara de los objetivos e intereses de las diversas partes interesadas de la industria e identificar cuáles de éstos están alineados con los intereses de los afiliados.
* Las administradoras deberían definir explícitamente los objetivos de inversión de cada uno de los fondos de acumulación con base en los perfiles de los afiliados. Los objetivos de inversión deberían estar alineados con los beneficios pensionales esperados, los cuales deben ser definidos explícitamente por la administradora para cada uno de los tipos de fondos.
* Las administradoras deberían hacer uso de métricas de largo plazo que permitan el control del *pension-risk*. En particular, la definición de los presupuestos de riesgo debería estar desarrollada teniendo como objetivo la mitigación del *pension-risk*, entendido como la posibilidad de no contar con los activos necesarios para cumplir con una senda objetivo de beneficios pensionales.
* La gestión de riesgos debería estar alineada con los objetivos de los afiliados, para lo cual se deberían utilizar presupuestos de riesgo definidos ex ante. Además, las administradoras deberían definir umbrales dinámicos por cada factor de riesgo de acuerdo con las condiciones de mercado y los presupuestos de riesgo globales que se hayan definido.
* Las administradoras deberían integrar los asuntos ASG en su gestión de riesgo como un factor de riesgo más. En particular, las administradoras deberían contar con un esquema claro para la incorporación de asuntos ASG que esté definido por la Junta Directiva, en el cual se identifiquen roles y responsabilidades, se definan las tareas claves y se asignen los recursos necesarios.
* Las decisiones de inversión y la administración de los recursos de los afiliados se deberían realizar bajo el concepto de portafolio integral. Los principios deberían aplicarse a la estrategia de inversión agregada y no a las inversiones individuales de forma aislada.
* En materia de gobierno corporativo, la Junta Directiva debería establecer claramente las funciones de los comités de riesgo y de inversiones en materia de supervisión y estrategia, y debería establecer sus criterios de conformación, capacitación y evaluación. Entre las funciones de los comités, se debería establecer claramente el órgano que debería establecer los objetivos de cada uno de los fondos con base en el análisis de partes interesadas con el apoyo de las áreas de riesgo. El comité de riesgos por su parte debería ser el encargado de definir los presupuestos y apetitos de riesgo de forma que los mismos sean coherentes con los objetivos de cada fondo.
* Los comités de riesgo y/o inversiones deberían evaluar periódica las capacidades y desempeño de los equipos para la gestión de las inversiones del portafolio. Esta evaluación debería estar encaminada en evaluar las capacidades de los equipos en materia de ejecución de operaciones, selección de activos, administración de conflictos de interés y ejercicio de la propiedad activa, entre otros.
* En el proceso general de selección de activos, las entidades deben evaluar si es pertinente delegar la administración de algún/os tipo/s de activo/s dentro de los portafolios administrados. Las administradoras deberían en todo caso establecer unos criterios claros con los cuales se determine la forma en que adelantarán la selección de activos y la ejecución de inversiones para cada clase de activos.
* En caso de optar por delegar la administración de inversiones en ciertos activos y/o mercados, la entidad debe contar con metodologías y métricas diferenciadas tanto para los activos delegados como los de administración propia.
* En materia de propiedad activa, los Administradores deberían establecer políticas claras para su ejercicio y para la evaluación de los gestores para los tipos de inversiones que se considere deban ser delegados. Así mismo, En el ejercicio de sus derechos políticos, las administradoras deberían incluir la gestión de los factores ASG.
* La revelación de información debería contemplar la heterogeneidad que existe en el nivel de educación financiera de los afiliados. Las administradoras deberían publicar la información para afiliados con distintos grados de conocimientos y entendimiento en la materia y presentarla de forma que la misma sea accesible a todos los afiliados, pero pueda ser focalizada según el grado de conocimiento del afiliado. La información que sea publicada para el afiliado con un conocimiento básico del sistema debe ser sencilla, libre de tecnicismos, concisa y de fácil comprensión.
* En materia de educación financiera, las administradoras deberían migrar desde un enfoque de transparencia hacia un enfoque que se centré en la generación de capacidades en los afiliados, buscando que los mismos se vuelvan más activos en la toma de decisiones. En ese sentido, las administradoras deberían explorar métodos experimentales con el fin de focalizar mejores sus programas de educación financiera e incentivar a los afiliados a asumir un rol más activo frente a su ahorro pensional.
* Las administradoras deberían definir claramente los órganos internos responsables de la definición y seguimiento de la idoneidad y suficiencia de la información que se revela al público. Las instancias en las cuales se revise la idoneidad de la información presentada deberían incorporar a personas relacionadas con los procesos de inversiones y con los procesos de atención al público. Adicionalmente, estas instancias deberían evaluar periódicamente la pertinencia y suficiencia de la información presentada.

## **Referencias**

Brunel, J., Idzorek, T., Mulvey, J. (2020), CFA Institute: Principles of Asset Allocation.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2015). Requisitos de divulgación revisados para el Tercer Pilar.

Mantilla-García, D., Martinez-Carrasco, M., García, M., Muralidhar, A., From Defined-Contribution Towards Target-Income Retirement Systems.

Rigobón, R., De Bedout, R., Bernal, A., Galarza, R., Torres, J. & Jara, D. (2019). Informe Final, Misión de Mercado de Capitales 2019.

Trujillo, M., Guzmán, A. & Prada, J. (2015), Juntas Directivas en el Desarrollo del Gobierno Corporativo.

**Anexos**

## **Anexo 1. Análisis de partes interesadas**

Una de las principales complejidades de la administración de inversiones del Sistema General de Pensiones es el reflejo de la multiplicidad de partes interesadas y objetivos de estas. Por esa razón, la Superintendencia Financiera considera que realizar un análisis de los objetivos de cada una de las partes interesadas es una condición necesaria para alinear la gestión de inversiones de las administradoras con los objetivos de las principales partes interesadas.

*Objetivos de partes interesadas primarias:*

* **Afiliados:** maximizarla mesada pensional y/o el capital a la edad de pensión para quienes no logran cumplir con los requisitos de pensión. Sin embargo, los afiliados tienden a evaluar el desempeño y los riesgos en el corto plazo. Además de la maximización de la mesada pensional, un porcentaje significativo de afiliados tiene como objetivo lograr por lo menos una garantía de una mesada mínima.
* **Administradoras del SGP:** maximizarla rentabilidad y el cumplirla rentabilidad mínima para la preservación de los recursos administrados. Fortalecer su oferta de valor para incrementar su base de afiliados y así incrementar su rentabilidad y garantizar la sostenibilidad del negocio en el largo plazo.
* **Opinión pública:** maximizarla rentabilidad y evaluar el desempeño y riesgos en el corto plazo.
* **Supervisor:** velar porque los recursos del sistema se inviertan de manera adecuada en relación con los objetivos de los afiliados y la estabilidad de las administradoras.
* **Regulador:** generar incentivos para la adecuada administración de los recursos y cumplir con la misión del Sistema General de Pensiones.

*Objetivos de las partes interesadas secundarias:*

* **Mercado de capitales:** ofrecer mayor acceso a recursos para los emisores y ampliar las posibilidades de financiación para el sector productivo del país.
* **Sociedad** **en general**: brindar mayor dinamismo económico y elevarlos estándares de los emisores.

Como se mencionó en el cuerpo del documento, la gestión estratégica de los fondos debe estar enfocada por lo menos en el cumplimiento de los objetivos de los afiliados, al ser estos la principal parte interesada del sistema.

Adicionalmente, de la evaluación de los objetivos de las partes interesadas se desprenden dos grandes conclusiones:

1. En primer lugar, es importante resaltar la diferencia entre el objetivo de maximización de mesada y el objetivo de maximización de rentabilidades que, si bien deberían estar correlacionados positivamente, la búsqueda de cada uno de ellos puede implicar esquemas de administración de activos y de riesgos significativamente diferentes.
2. En segundo lugar, se incluyen en la lista algunas partes interesadas secundarias, como el mercado de capitales, debido a que el desarrollo de los mercados locales puede generar valor para los portafolios en el mediano plazo, de forma que, si bien no debe ser uno de los objetivos principales de la gestión de inversiones, puede tenerse en cuenta a nivel estratégico.

Este análisis de objetivos deja por fuera diversas partes interesadas que pueden ser consideradas por las administradoras e incluidas en su análisis estratégico, táctico o en la ejecución misma de las inversiones. Corresponde a cada administradora adelantar sus propios análisis de partes interesadas para definir cómo pueden integrar y alinear sus objetivos e intereses con aquellos de las partes interesadas.

## **Anexo 2. Estrategias ASG en fondos alternativos o voluntarios**

Las administradoras deberían conocer, diferenciar, seleccionar, implementar y comunicar de manera explícita cuáles de las siguientes estrategias va a implementar, entre las cuales se encuentran, sin limitarse, las descritas a continuación:

1. Lista de exclusión de determinados sectores, empresas o prácticas en función de criterios ASG específicos;
2. *Best-in-class* o inversión en sectores, empresas o proyectos seleccionados por un rendimiento ASG positivo en relación con sus pares de la industria;
3. Filtro basado en cumplimiento mínimo de normas o estándares definidos y reconocidos a nivel internacional y/o nacional;
4. Integración ASG o la inclusión sistemática y explícita de factores ASG en el análisis financiero de riesgo retorno;
5. Inversión temática de sostenibilidad o aquella enfocada en actividades o activos relacionados de manera directa con asuntos ASG (por ejemplo, energía limpia, tecnología verde o agricultura sostenible);
6. Inversión de impacto o aquella que tiene como objetivo resolver problemas sociales o ambientales;
7. Propiedad activa.

Estas estrategias no son mutuamente excluyentes y los fondos de pensiones pueden utilizar más de una estrategia. En cualquier caso, debe quedar claro para las partes interesadas las estrategias utilizadas y no perder de vista que la integración ASG, entendida como la inclusión explícita y sistemática de los factores ASG en el análisis y las decisiones de inversión, es considerada la mejor práctica en el contexto de esta guía, pues es la manera como los asuntos se identifican, integran y evalúan como factores de riesgo para tomar una decisión de inversión.

## **Anexo 3. Materialidad**

La definición de materialidad se basa en un concepto financiero que implica centrarse en información que, si se omite, podría esperarse que influya en las decisiones de los inversionistas u otras partes interesadas o grupos de interés, así como en la sostenibilidad y viabilidad de la empresa en el mediano y largo plazo. En ese sentido, se pueden identificar:

**La materialidad ambiental y social (o de stakeholder)** identifica los asuntos materiales según el impacto que las empresas y sus actividades generan en la economía, el medio ambiente y la sociedad, lo cual puede implicar una contribución tanto positiva como negativa en el desarrollo sostenible. Un ejemplo de esta perspectiva es el impacto ambiental ocasionado por una empresa en el cambio climático, deforestación, pérdida de biodiversidad o contaminación de un ecosistema. En general, la materialidad ambiental y social es de interés público y resulta relevante para una base amplia de stakeholders o grupos de interés, que abarca desde los consumidores, empleados, proveedores, financiadores e inversionistas hasta las organizaciones de la sociedad civil y comunidades, los cuales están interesados en comprender los impactos de las empresas en sus entornos.

**La materialidad financiera** reconoce los impactos financieros que generan los asuntos ESG en las empresas, en el sentido amplio de la generación/destrucción de valor y/o situación financiera. Un ejemplo de materialidad financiera es la implicación que el cambio climático ocasiona o puede ocasionar en el futuro en el desempeño financiero y operativo de una empresa. Esta perspectiva es de particular interés de inversionistas y otros participantes del mercado financiero, quienes requieren, para la toma de decisiones de inversión, conocer y comprender los riesgos y oportunidades que los asuntos ASG generan en un negocio. Entre las principales consideraciones de la materialidad financiera, se encuentran la incorporación de esta información en los estados financieros y la necesidad de enfoques prospectivos que permitan cuantificar estos riesgos y oportunidades en horizontes de mediano y largo plazo.

Existe una estrecha interrelación entre la materialidad ambiental y social y la materialidad financiera. La información sobre el impacto subyacente de las actividades de las empresas en los asuntos ASG resulta crucial para identificar, valorar y comprender los riesgos y oportunidades de los asuntos ASG en las empresas. En cuanto a la información relacionada con el clima, por ejemplo, TCFD ha enfatizado en que los indicadores de emisiones de gases de efecto invernadero son cada vez más relevantes para que los inversionistas entiendan no solo el impacto de las empresas en el clima sino también la creación/destrucción de valor de largo plazo asociada con oportunidades y riesgos climáticos.

En este sentido, se ha desarrollado y adquirido preponderancia el concepto de **doble materialidad** para abordar tanto la materialidad ambiental y social como la financiera. La Comisión Europea, pionera en adoptar esta doble perspectiva, ha señalado que, en la medida en que los mercados y las políticas evolucionan, los impactos positivos/negativos de una empresa en los temas ASG se traducirán cada vez más en riesgos y oportunidades materiales financieramente.

**La materialidad dinámica** hace referencia a que lo que es material hoy puede no serlo mañana y lo que no es material hoy puede serlo mañana. Con el tiempo van apareciendo “detonantes” que hacen que algunos temas se vuelvan materiales, lo cual puede suceder de manera gradual, como ha pasado con el cambio climático y la diversidad de género, o de manera rápida, como con los plásticos en los océanos o el mismo Covid-19. En consecuencia, para la definición de qué temas son materiales se requiere de una visión de futuro a largo plazo y un enfoque de materialidad proactiva.

1. ***Documento elaborado por:***

   Delegatura para Pensiones.

   Delegatura para Riesgos de Mercado y Liquidez.

   Dirección de Investigación, Innovación y Desarrollo. [↑](#footnote-ref-2)
2. Ver en el Anexo 1 el análisis sobre las partes interesadas del SGP. [↑](#footnote-ref-3)
3. El proceso de discusión incluyó a las cuatro administradoras del Régimen de Ahorro Individual, así como a Caxdac y Colpensiones como administradoras del Régimen de Prima Media. Colpensiones es además el administrador del programa de Beneficios Económicos Periódicos (BEPS). En el proceso también participaron representantes de Asofondos y se tuvieron presentaciones de invitados especiales como el Banco Mundial, la OECD, BlackRock, Mercer, PIMCO, D3P Global, Riskmathics Financial Institute, la Superintendencia de Pensiones de Chile, el Banco Central de Holanda, entre otros. [↑](#footnote-ref-4)
4. Ver Rigobón et al (2019). [↑](#footnote-ref-5)
5. Ver Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2015). [↑](#footnote-ref-6)
6. En el Anexo 1 se presenta un análisis de los objetivos e intereses de algunas de las partes interesadas más relevantes. [↑](#footnote-ref-7)
7. Los beneficios pensionales pueden ser una mesada pensional o la devolución de saldos. En este sentido, las administradoras deberían establecer cuál es más idóneo como objetivo de los fondos de acumulación. [↑](#footnote-ref-8)
8. Entendidos como fondos que no hayan sido definidos como elecciones por defecto establecidos en la regulación. [↑](#footnote-ref-9)
9. Ver numeral 6.5-6.8 de Kemp, M.H.D.; Patel, C.C. (2011). [↑](#footnote-ref-10)
10. Pension Risk and Risk-Based Supervision in Defined Contribution Pension Funds. World Bank (2014). [↑](#footnote-ref-11)
11. Investing in a time of climate change, Mercer. https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/climate-change-the-sequel.html [↑](#footnote-ref-12)
12. Los riesgos físicos pueden surgir de eventos relacionados con el clima, como inundaciones y tormentas. Estos pueden ser agudos o crónicos. Los riesgos de transición son aquellos derivados de la transición a una economía de bajo carbono y pueden surgir por cambios tecnológicos, implementación de políticas públicas y por dinámicas de mercado. [↑](#footnote-ref-13)
13. Es importante anotar que la Superintendencia Financiera y 2DII realizaron dos estudios relevantes en este frente: un análisis de la exposición de los portafolios de pensiones obligatorias a riesgos de transición y un estrés climático. El primer ejercicio reveló que existe una posible exposición a riesgos de transición en la cartera de acciones y de bonos corporativos. Resultados del estudio 2DII disponibles bajo solicitud. [↑](#footnote-ref-14)
14. Trujillo et al (2015) presentan una evaluación del impacto de algunas de las características de los miembros de Junta Directiva que pueden extrapolarse a los comités. [↑](#footnote-ref-15)
15. Para el caso específico de los portafolios Conservador y Retiro Programado. [↑](#footnote-ref-16)
16. Es importante tener en cuenta que, dentro de las buenas prácticas actuales, las administradoras incluyen referencias a la política de ASG dentro de la política de inversión. [↑](#footnote-ref-17)
17. De acuerdo con las recomendaciones del TCFD, las organizaciones expuestas a los riesgos relacionados con el clima deberían considerar: (1) utilizar análisis de escenarios para informar sobre su estrategia y sus procesos de planificación financiera y (2) divulgar la resiliencia de sus estrategias ante una serie de escenarios plausibles relacionados. Este último es a lo que en esta guía nos referimos al “resultado del stress test o análisis de escenarios”. [↑](#footnote-ref-18)
18. Esta buena práctica está en línea con las recomendaciones realizadas por el *Task Force for Climate Related Financial Disclosure, TCFD*, del FSB. [↑](#footnote-ref-19)