



Latin American Private Equity & Venture Capital Association

Enero 22 de 2016

Doctor,

**David Salamanca**

Director de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera

**Ministerio de Hacienda y Crédito Público**

Bogotá

Asunto: Comentarios al proyecto de reforma regulatoria de “Revisión al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantía”

Cordial Saludo,

En representación de nuestros miembros, queremos agradecerle por brindarnos la oportunidad de enviar nuestros comentarios al proyecto de reforma regulatoria de “Revisión al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantía”. Valoramos inmensamente el esfuerzo que están haciendo por mejorar el marco regulatorio tomando en cuenta experiencias internacionales y mejores prácticas.

Por medio de este comunicado, queremos expresarles que apoyamos la iniciativa del Ministerio de Hacienda para fijar un límite más alto para inversiones alternativas de 20% para el Fondo Moderado y de 25% para el de Mayor Riesgo, un nivel que está más acorde con la experiencia de inversionistas institucionales a nivel mundial<sup>1</sup>. Sin embargo, consideramos que **la propuesta de mantener un límite del diez por ciento (10%) en el Fondo Moderado y el quince por ciento (15%) en el Fondo Mayor Riesgo para las inversiones en capital privado es demasiado restrictivo**. A continuación, presentamos nuestras principales razones:

## 1. Experiencia Internacional

La regulación de las inversiones de fondos de pensiones en capital privado a nivel mundial varía de acuerdo con la tradición jurídica del país, el tamaño y sofisticación de los fondos de pensiones, nivel de experiencia con la industria, entre otras razones. Sin embargo, muchos países de la OECD o países latinoamericanos como Perú ofrecen mayor flexibilidad para elegir como invertir la asignación del fondo dedicada a alternativos.

---

<sup>1</sup> Documento Técnico: “Revisión al Régimen de Inversión de los fondos de pensiones Obligatorias y Cesantía”, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF).

Países como Australia, Canadá, Irlanda, Holanda, Estados Unidos y el Reino Unido han desarrollado una legislación flexible, la cual permite a los fondos de pensiones definir sus estrategias de inversión bajo la “regla de hombre prudente” (prudent man rule), en lugar de reglas rígidas que difícilmente podrían ajustarse a las condiciones de cada institución. Bajo dicha regla, las instituciones utilizan análisis financieros y actuariales para justificar sus estrategias de inversión y no tienen ningún límite explícito.

Varios países de la OECD y la Unión Europea, como Italia o España, tienen límites sobre fondos cerrados. Estos límites son principalmente para limitar activos ilíquidos; pero permiten que cada fondo de pensiones elija como invertir ese límite de acuerdo a sus capacidades.

En el caso Peruano, aunque este país tiene un límite de alternativos menor (15% para el Fondo 2), ofrece mayor flexibilidad para la asignación de este límite, a través de sublímites: 12% capital privado tradicional, 6% venture capital, 6% real estate, 4% hedge funds, 4% commodity funds. Es decir que un fondo de pensiones podría invertir el 100% de su límite alternativo en capital privado (private equity + venture capital).

## **2. Conocimiento y Economías de Escala:**

Es conocido que la dispersión de retornos en la industria de alternativos es amplia, y que los fondos en el primer cuartil tienen resultados significativamente mejores al promedio de la industria. Evaluar fondos de capital privado, hedge funds u otros, requiere desarrollar conocimientos especializados de análisis y monitoreo.

Como se ha visto en la última década, los fondos de pensiones en Colombia han desarrollado experiencia significativa en el mercado de capital privado, aumentando su demanda por este tipo de activos a un ritmo más elevado que el crecimiento de sus fondos. Este aprendizaje reduce el riesgo de nuevos compromisos a capital privado, una ventaja no compartida por inversiones en una nueva clase de activos. Muchas de estas inversiones parecen muy bien acertadas. Por ejemplo, en los últimos doce meses, el valor de las carteras de capital privado local e internacional han crecido -2.2% y +82.7%, comparado con +9.4% para el fondo moderado<sup>2</sup>. Nos parece que hay una fuerte demanda para fondos de capital privado internacional que no va estar satisfecha por la propuesta normativa. (Ver Grafica 1 en Anexo).

Inversiones en el sector alternativo, en particular capital privado, tienen importantes economías de escala relacionadas al acceso a los mejores fondos o reducciones en comisiones, pues entre mayor sean los compromisos, menor serán las comisiones. Como otra alternativa, los fondos de pensiones pueden constituir cuentas segregadas (Separated Managed Accounts) con la firma de capital privado que seleccionen. Finalmente, los conocimientos desarrollados en años invirtiendo en la industria son cumulativos, ayudan a tomar mejores decisiones de

---

<sup>2</sup> Superintendencia Financiera, Oct-2014 a Oct-2015

inversión y permiten acceder a los mejores fondos de capital privado, que tienden a cerrarse a nuevos inversionistas.

### **3. Rentabilidad y Diversificación:**

Las inversiones alternativas han sido instrumentos importantes para diversificar las carteras de inversionistas institucionales y mejorar su rentabilidad. Esto es especialmente cierto en la coyuntura actual del mercado, donde vemos bajas tasas de interés y valorizaciones bursátiles elevadas. En particular, es importante recalcar que el capital privado puede aumentar la rentabilidad de fondos de pensiones, con resultados superiores a los obtenidos en renta fija, o renta variable tradicional<sup>3</sup>. Varios estudios sugieren que en el largo plazo, una cartera diversificada en capital privado debería poder obtener retornos anuales 3 a 5% mayores a los índices públicos<sup>4</sup>. En un estudio de 153 fondos de pensiones en Estados Unidos realizado por el Private Equity Growth Capital Council (PEGCC), mostró que en los últimos 10 años, el retorno medio anual en capital privado fue de 12.1% comparado con tan solo 8.2% en renta variable tradicional y 5.8% en renta fija<sup>5</sup>. Por lo tanto, nos parece que mantener un límite del 10% va en contra de los intereses de los fondos de pensiones y sus contribuyentes. (ver Grafica 2 en Anexo).

Nos parece importante recordar que el mercado de capital privado es muy amplio y ofrece oportunidades de inversión con correlaciones distintas. Un fondo de pensiones puede escoger entre fondos con diferentes estrategias de inversión (buyout, capital de crecimiento, capital emprendedor, reestructuraciones), geografías (fondos globales, regionales, o locales), industrias (alta tecnología, energía, industriales, financiera), entre otros. En nuestros años en la industria, observamos que existen muchas formas de generar retornos atractivos en la industria de capital privado. Lo que todos estos fondos tienen en común es la relativa ineficiencia de los mercados en los cuales participan y la oportunidad de mejorar la rentabilidad a través de la profesionalización de las empresas en su cartera. No nos parece necesario forzar una diversificación entre diferentes clases de activos alternativos; una visión que parece compartida por los países mencionados en la sección 1.

En Estados Unidos existen muchos ejemplos de fondos de pensiones e inversionistas institucionales que han determinado que asignaciones de más del 10% en capital privado son prudentes. Nos parece importante que al fijar los límites de capital privado, la URF consideré no solo la exposición promedio a capital privado en otros países, sino la distribución de asignaciones al activo. Un estudio de >150 fondos de pensiones en EE.UU. por el Private Equity Growth Capital Council (PEGCC) mostró exposiciones a capital privado de 0 a 30% con un promedio de 9.3%<sup>6</sup> (ver Grafica 3 en Anexo). En ese mismo estudio, 24.8% de los fondos de

<sup>3</sup> PEGCC, Pension Fund Analysis, December 2015

<sup>4</sup> Para más información referirse a: Robinson y Sensoy (2011), Higson & Stucke (2012), Harris, Jenkinson y Kaplan (2013), Blackrock Research (2010).

<sup>5</sup> PEGCC, Pension Fund Analysis, December 2015.

<sup>6</sup> PEGCC, Pension Fund Analysis, December 2015, pg. 6.

pensiones reportaron exposiciones a capital privado mayores al 10%. Esperamos que esta proporción vaya subir con el tiempo. Algunos de los inversionistas más sofisticados en Estados Unidos son las fundaciones (endowments) de las universidades de Yale, Princeton, Stanford, Harvard, y MIT, entre otras. Ellas han mostrado que asignaciones de más de 10% en capital privado pueden ser muy exitosas. Las universidades dependen de los ingresos de las fundaciones para financiar los gastos operativos de la universidad y aun así han optado por exposiciones a capital privado de 17-33%, y exposiciones a alternativos de 47-76%<sup>7</sup>.

#### **4. Iliquidez y Consideraciones Demográficas**

Consideramos que el límite propuesto en el estudio técnico no necesariamente tiene en cuenta las diferencias demográficas entre Colombia y otros países. El riesgo de iliquidez puede ser de mayor o menor importancia dependiendo de las obligaciones del fondo de pensiones. En un país joven como Colombia, donde la mayoría de personas se encuentran lejos de su jubilación, este riesgo es de menor importancia. Por lo tanto, se podría defender una política de inversiones con una mayor exposición a activos ilíquidos que en Europa u otros países sin bono demográfico.

También cabe recordar que la iliquidez es una de las razones por la cual es posible obtener buenos retornos en capital privado. Por ejemplo, en Estados Unidos se estima que existen 120.452 empresas con entre U.S. \$10 y \$100 millones en ventas, comparado con solo 2.875 empresas con estas características en el mercado de valores<sup>8</sup>. La mayor cantidad de oportunidades de inversión y la ineficiencia de muchas de estas empresas permiten conseguir tasas de retorno atractivas.

#### **5. Volatilidad Cambiaria y Limite Efectivo**

La volatilidad reciente en las tasas de cambio implica que los fondos de pensiones van a ser mucho más cautos en sus compromisos futuros reduciendo así la asignación efectiva a capital privado, a una cifra inferior al 10% de activos bajo administración. Por ejemplo, si un fondo de pensiones determinará que su cartera ideal tiene una asignación de 10% a capital privado internacional y 5% a capital privado local, y les parecía prudente mantener un margen de 30% para variabilidad cambiaria e incrementos en la valorización de la cartera; necesitarían un límite de 18% para ejecutar su estrategia de inversión<sup>9</sup>. En otras palabras, la volatilidad cambiaria reduce el límite efectivo a una cifra menor al 10%, el cual es menos de lo indicado para un país joven como Colombia.

---

<sup>7</sup> Fuente: Reportes de los Endowments de Yale, Princeton, Stanford, Harvard, y MIT

<sup>8</sup> Fuente: Capital IQ, 5 Marzo 2015.

<sup>9</sup> El margen de 30% es usado para fines ilustrativos. Para determinar el margen adecuado, cada fondo de pensiones tiene que considerar sus características individuales: (1) los compromisos por desembolsar, (2) las condiciones y perspectivas de liquidez en su cartera, (3) variabilidad cambiaria esperada, y (4) las expectativas para el valor total del fondo respectivo, entre otros.

Al 31 de Octubre del 2015, el fondo moderado<sup>10</sup> tenía una exposición a capital privado local y capital privado internacional de 2.0% y 4.4% del valor del fondo. El fondo moderado llegó a estas cifras con una TRM a finales de Octubre de \$2.898, significativamente menor a la TRM actual de más de \$3.300. Si actualizamos la información de Octubre, asumiendo que la cartera internacional está completamente denominada en dólares, y que no hay un cambio en el valor de las inversiones subyacentes, la exposición del fondo moderado sube a 5.0%. En otras palabras la exposición a capital privado sube a 7.0% o 70% del nuevo límite. Si asumimos un margen de 1.5% (30%\*5.0%) para variabilidad cambiaria e incrementos en la valorización de la cartera internacional, solo 1.5% del nuevo límite quedaría disponible para nuevas inversiones<sup>11</sup>.

Estas cifras son preocupantes, ya que podrían impedir una diversificación apropiada por año de cosecha (vintage year); lo cual es recomendado para inversionistas en la industria.

### **Propuesta:**

En consideración de lo expuesto, proponemos que Colombia debería aumentar significativamente el límite a inversiones en capital privado, ofreciendo mayor flexibilidad a los fondos de pensiones para elegir su estrategia de inversión de acuerdo con su experiencia y perspectivas del mercado. Además recomendamos que el límite de inversiones alternativas sea evaluado y alzado paulatinamente, de acuerdo con la experiencia de los fondos de pensiones para manejar esta clase de activos, la edad promedio de los afiliados y la naturaleza de las obligaciones de cada fondo.

Adicionalmente, recomendaríamos excluir compromisos a fondos de capital privado inmobiliarios del límite, ya que estos tienen características sustancialmente distintas a fondos de capital privado tradicional.

Quedamos a su disposición para aclarar cualquier duda y esperamos que estos comentarios sean tenidos en cuenta, para el bien de los fondos de pensiones y la industria de fondos de capital privado en Colombia.

Cordialmente,



Cate Ambrose,  
Presidente y Directora Ejecutiva  
Latin American Private Equity and Venture Capital Association (LAVCA)  
En representación de LAVCA Public Policy & Global Standards Council.

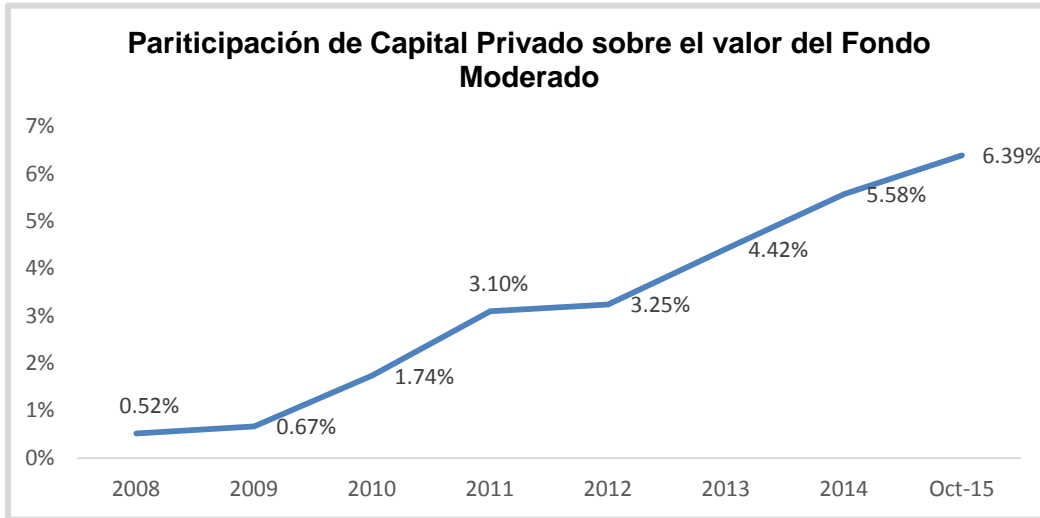
---

<sup>10</sup> La suma del fondo moderado de todos los fondos de pensiones Colombianos

<sup>11</sup> Limite Disponible para Nuevas Inversiones: 10% - 2.0% Local - 5.0% Internacional - 1.5% Margen sobre cartera internacional = 1.5%

## ANEXOS

**GRAFICA 1:**

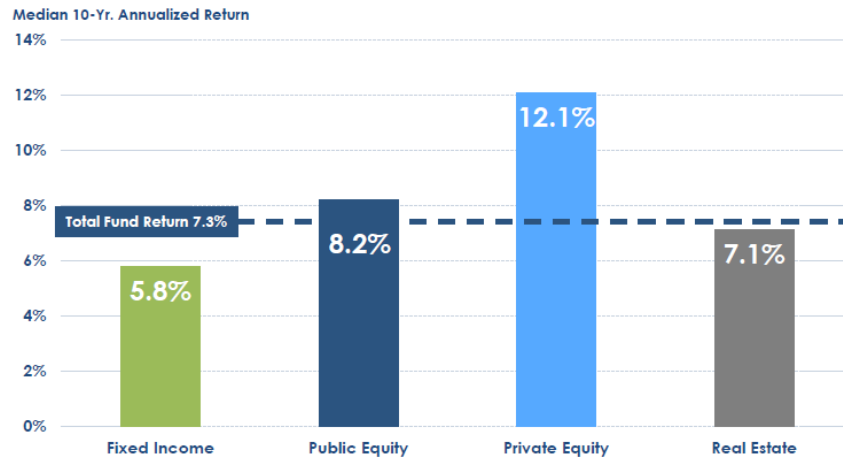


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, 2015

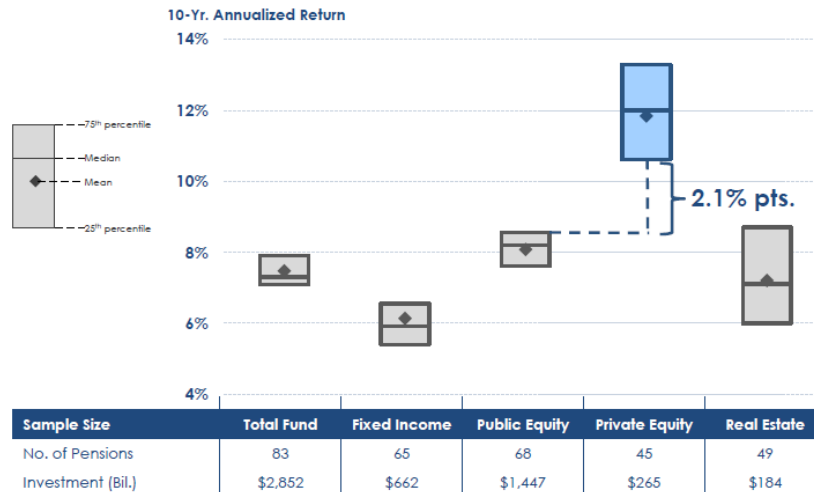
## GRAFICA 2:

Private equity investments outperform other asset classes based on median 10-year annualized returns

### Pension Fund Investment Return by Asset Class



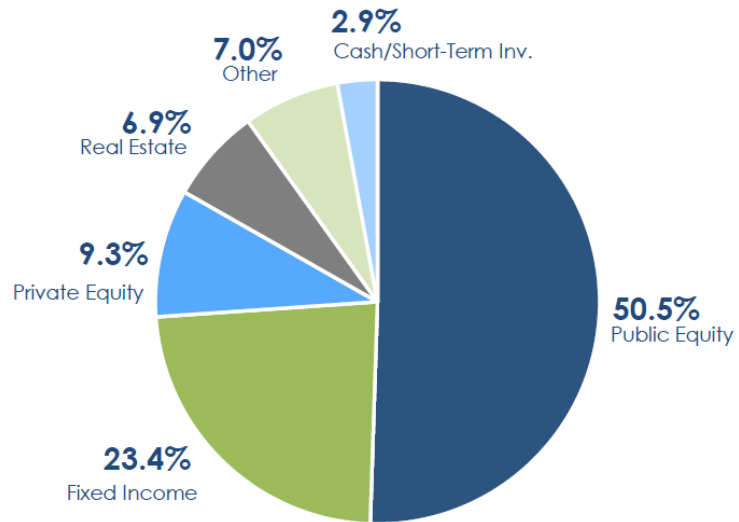
The 25th percentile private equity return exceeds the 75th percentile public equity return by 2.1%



Fuente: Public Pension Fund Analysis, December 2015, Private Equity Growth Capital Council

**GRAFICA 3:**

On a dollar-weighted basis, U.S. public pension funds invest 9.3% of their portfolio in private equity



Fuente: Public Pension Fund Analysis, December 2015, Private Equity Growth Capital Council