Corficolombiana

Fiduciaria Corficolombiana

Estudio sobre Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades

Elaborado por:

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

ASOFIDUCIARIAS

Corficolombiana

Fiduciaria Corficolombiana

Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades

Investigación elaborada por:

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

exclusivamente para:

ASOFIDUCIARIAS

Agosto de 2016

Resumen

El presente trabajo realiza un diagnóstico estructural de la industria local de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs), focalizado en el papel de las fiduciarias (concentrando un 75% de los $60 billones de estos activos). Teniendo como referente el marco regulatorio (Decreto 1242 de 2013), cabe destacar los siguientes hallazgos (incluyendo la caracterización de sus participantes a través de encuestas): i) gran importancia de los FICs en términos de rentabilidad, eficiencia y número de clientes frente a las otras líneas de negocio de las fiduciarias; ii) alto nivel de competencia, donde las fiduciarias relacionadas con bancos privados son actores fuertes; iii) alta aversión al riesgo del cliente fiduciario, más inclinado al ahorro tradicional que a las inversiones activas; y iv) algo de espacio a nivel regulatorio para superar ciertas limitantes a la expansión de los FICs.

Algunas debilidades de los FICs locales tienen que ver con: i) supervisión "sobre-protectora"; ii) regímenes de inversión restrictivos a nivel de los institucionales; iii) demoras en la aprobación de productos; iv) excesiva complejidad en los reglamentos; v) elevados costos por cuenta de la certificación ante el Autorregulador del Mercado de Valores, del Impuesto a las Transacciones Financieras, de los custodios y de los proveedores de información-tecnología; vi) falta de profundidad del negocio por la mezcla de licencias financieras; vii) riesgo reputacional asociado a malas administraciones-gestiones; y viii) bajos niveles de educación financiera. Aquí se proveen algunas recomendaciones tendientes a mitigar estos negativos efectos sobre los FICs.

A pesar de la reciente expansión de los FICs, pasando de representar el 5% al 7.3% del PIB durante 2009-2016, los niveles de utilización local siguen siendo bajos frente a los referentes de Chile con 18% del PIB y Brasil con 50% del PIB, los cuales, a su vez, distan mucho del 150% del PIB observado en Estados Unidos.

Clasificación JEL: Decisiones de inversión (G11); Instituciones y servicios financieros (G2); Mercados financieros - Ahorro e inversión de capital (O16).

Clasificación JEL: Decisiones de inversión (G11); Instituciones y servicios financieros (G2); Mercados financieros - Ahorro e inversión de capital (O16).

*/ El equipo de Anif estuvo liderado por Sergio Clavijo. También participaron Alejandro Vera, David Malagón, Ana María Zuluaga y María Paula Aguirre; agradecemos los comentarios y sugerencias recibidos del equipo de Asofiduciarias y de la Fiduciaria CorfiColombiana. Sin embargo, la responsabilidad del contenido es exclusivo del equipo de ANIF. Email: sclavijo@anif.com.co

Índice

Introducción 3

I. Descripción del negocio fiduciario en Colombia 8
1. Evolución reciente del negocio fiduciario 9
2. Análisis desde la demanda: Perfil de los clientes potenciales del negocio fiduciario y de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) 20
3. Análisis desde la oferta: Conocimiento del negocio fiduciario y de los FICs 27

II. Caracterización del mercado de capitales local 39
1. Profundización del mercado de capitales 39
2. Los FICs en el mercado de capitales 46

III. Diagnóstico del mercado de FICs en Colombia 50
1. Marco Regulatorio de los FICs 50
2. Fortalezas 55
3. Debilidades 57
4. Recomendaciones 65

IV. Conclusiones 68
Referencias bibliográficas 76

Introducción

En Colombia, el mercado de capitales ha registrado importantes avances durante los últimos años, tanto a nivel regulatorio como de habilitación de nuevos instrumentos de ahorro-inversión. Allí se destaca la Ley 964 de 2005, la cual introdujo importantes cambios institucionales (como la creación del Autorregulador del Mercado de Valores) y sentó las bases para el desarrollo de algunos mercados (como el de derivados), ver Anif, 2015a.

Pese a dichos avances, el grado de profundización del mercado de capitales local todavía es bajo frente al registrado en algunos referentes regionales. Por ejemplo, la capitalización bursátil de Colombia (en dólares) fue del 39% del PIB en mayo de 2016 frente al 87% de Chile. Tampoco ha sido muy exitosa la profundización en materia de emisiones de bonos corporativos. En efecto, después del pico de emisiones de dichos bonos de $13.8 billones (2.5% del PIB) en 2010, esas emisiones se redujeron hasta los $5.9 billones (0.7% del PIB) en 2015. En contraste, el mercado de deuda pública parece ser el único que se ha venido consolidando, llegando a representar un 26% del PIB en mayo de 2016 y concentrando cerca del 80% del volumen total transado en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante 2014-2016.

También cabe destacar el dinamismo reciente de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) a nivel local, donde el Decreto 1242 de 2013 vino a mejorar su eficiencia en materia de acceso, administración y supervisión. Anteriormente, estos instrumentos venían siendo regulados por los Decretos 2175 de 2007 y 4805 de 2010, incorporados en el Decreto 2555 de 2010 (ver Anif, 2012). Esta nueva normatividad se sustenta en la necesidad de acoger estándares internacionales para la industria local de FICs y pretende establecer un lenguaje común al interior de dicha industria (ver Anif, 2013a).

Gracias a estos avances regulatorios, el valor de los activos de los FICs llegó al 7.3% del PIB en marzo de 2016 frente a niveles cercanos al 18% del PIB en Chile. En términos poblacionales, solo el 3% del total de la población colombiana invierte en FICs frente al 12% en Chile y al 29% en

Estados Unidos. Esto evidencia que, si bien ha ocurrido un importante despertar en la industria de FICs de Colombia, donde el número de fondos vigentes se ha incrementado un 40% en 2009-2016 (pasando de 229 FICs en 2009 a 321 en marzo de 2016), su nivel es bajo respecto a otros países de la región (ver Anif, 2014a).

El presente trabajo realiza un diagnóstico estructural de la industria local de FICs, focalizado en el papel de las fiduciarias como sus administradores más representativos (ver Anif, 2013b), pues concentran un 75% del total de activos ($44.9 billones a marzo de 2016). Para ello, se identifican las fortalezas y vulnerabilidades de los FICs, dados sus desarrollos recientes a nivel regulatorio (Decreto 1242 de 2013).

En el primer capítulo se analizan detalladamente los distintos negocios a los que se dedican las fiduciarias en el mercado doméstico, haciendo énfasis en el segmento de promoción-distribución de los FICs. Ello sirve para dimensionar la importancia relativa de las líneas de negocio del sector fiduciario. Dicho análisis: i) presenta la evolución reciente del negocio fiduciario como instrumento de ahorro-inversión a nivel local; ii) estudia el perfil de los clientes potenciales del negocio fiduciario y de FICs, a partir del informe “Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva” de Asofiduciarias; y iii) analiza la estructura del negocio fiduciario y de los FICs desde la perspectiva de los oferentes de dichos productos financieros, a partir de la “Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs” realizada por Anif exclusivamente para este estudio.

El segundo capítulo identifica el papel de los FICs en el mercado de capitales local. Para ello, se analiza la evolución del mercado de capitales colombiano durante los últimos años, haciendo énfasis en los productos más representativos: renta variable y renta fija. Posteriormente, se estudia el desarrollo de los FICs desde su tamaño relativo. Este análisis permite determinar el nivel de profundización del mercado de capitales local y el grado de utilización de sus productos de ahorro-inversión más importantes.

En el tercer y último capítulo se realiza un diagnóstico del mercado doméstico de FICs, identificando sus fortalezas y debilidades. Para ello, se analizan distintos tópicos, tales como: i) regulación; ii) infraestructura del mercado; y iii) elementos de oferta y de demanda.

Algunos de los mensajes centrales de esta investigación pueden resumirse así:

1. Durante los años recientes, el negocio fiduciario se ha venido profundizando. En efecto, el valor de los activos fideicomitidos pasó de $144 billones (28% del PIB) en 2009 a $373 billones (46% del PIB) en marzo de 2016. Dicho desempeño ha estado liderado por los incrementos en los recursos administrados en fiducias de administración ($105 billones en marzo de 2016, 28% del total), de seguridad social ($71 billones, 19.1%) y de inversión ($67 billones, 18%). Entretanto, el valor de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias se incrementó de $22 billones (4.3% del PIB) a $45 billones (5.5% del PIB) durante 2009-2016, creciendo al 11% real anual promedio. Por su parte, el número de fiduciarias en el país se ha mantenido relativamente estable, con 25 entidades activas en 2009 y en 2016.

2. Por tipo de entidad, aquellas fiduciarias relacionadas con bancos privados han dominado la administración de los activos fideicomitidos (68.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 66.2% en 2009), al igual que concentran la administración de los FICs (68.5% del total de los FICs administrados por las fiduciarias en marzo de 2016 vs. 73% en 2009). Sin embargo, se destaca la mayor participación que han venido ganando las fiduciarias de carácter independiente en el negocio fiduciario (13.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 7.5% en 2009) y en los FICs (17.8% vs. 7.3%).

3. A partir del informe “Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva” de Asofiduciarias se observa que la propensión a ahorrar de los colombianos se ha reducido levemente del 69% al 64% entre 2013-2015. De aquellas personas que sí ahorraron, apenas un 4% afirmó que tenía un FIC. El porcentaje de personas con una inversión en productos financieros se redujo del 38% al 35% del total entre 2012-2014. De estos individuos, se observó una alta concentración y un incremento en la tenencia de fondos de pensiones, mientras que se redujeron considerablemente los fondos de inversión.

4. Se destaca el bajo conocimiento que los potenciales clientes tienen de las fiduciarias y sus productos (en especial el caso de FICs) al compararse, por ejemplo, con productos de los establecimientos de crédito (cuentas corrientes o de ahorro). Asimismo, estos clientes asocian a

las fiduciarias más con el tema de administración de recursos que con mecanismos de inversión. Y, de esto último se desprende que los FICs son más asociados al ahorro que a la inversión, donde 10. Las debilidades identificadas en la industria local de FICs son: i) supervisión "sobre-protectora"; ii) regímenes de inversión restrictivos para los inversionistas institucionales; iii) demoras en la aprobación de productos, de reglamentos y falta de soporte digital; iv) reglamentos de FICs de difícil entendimiento; v) costos por certificación AMV de la "fuerza comercial"; vi) "des-especialización" del mercado por mezcla de licencias financieras; vii) impuesto a las transacciones financieras (ITF); viii) costos de los custodios, de los proveedores de información y por la no integración en los proveedores de infraestructura; ix) riesgo reputacional por malas administraciones-gestiones; y x) bajos niveles de educación financiera. Las recomendaciones de Anif apuntan a mitigar gran parte de estas debilidades regulatorias, de infraestructura del mercado y de oferta-demanda.cabe evaluar hasta qué punto la propia regulación podría estar frenando su expansión.

5. Por medio de la "Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs" realizada por Anif, hemos logrado hacer una caracterización de este negocio desde varios frentes. Se resalta la importancia de los FICs para las fiduciarias en términos de rentabilidad, eficiencia y número de clientes frente a las otras líneas de negocio. Además, se encuentra un alto nivel de competencia tanto en fiducias como en FICs, donde las fiduciarias relacionadas con los bancos privados se perfilan como los actores más fuertes. Igualmente, se refleja la alta aversión al riesgo del cliente fiduciario, llevando a que los porcentajes de ahorro sean bastante superiores frente a los de inversión. Finalmente, aunque la mayoría de los encuestados consideran que la regulación actual es adecuada, encuentran en ella limitantes para la expansión de los FICs.

6. El mercado de capitales colombiano muestra un bajo nivel de profundización aún en sus instrumentos más utilizados (renta fija y renta variable). Esto también explica la baja utilización de los FICs como resultado de la poca "sofisticación" de nuestros mercados de ahorro-inversión.

7. El valor de los activos de los FICs ha venido creciendo del 5% del PIB ($25.4 billones) en 2009 al 7.3% del PIB ($60 billones) en marzo de 2016. Por tipo de Sociedad Administradora de FIC, las fiduciarias son las más representativas, pues administraron el 75% de los activos de los FICs ($44.9

billones) al corte de marzo de 2016, seguidas por las comisionistas de bolsa (24.2%; $14.5 billones) y las sociedades administradoras de inversión (0.9%; $0.6 billones).

8. Los niveles de utilización doméstica de los FICs siguen siendo bastante bajos frente a los referentes regionales de la industria. Por ejemplo, el valor de los activos administrados por los FICs en Chile representa cerca del 18% del PIB, en Brasil el 50% y en los Estados Unidos el 150% frente al precario 7.3% del PIB que registran los FICs en Colombia. Los anteriores resultados evidencian que los FICs no son ajenos a la baja profundización que caracteriza a los mercados de acciones y de renta corporativa local.

9. Las fortalezas identificadas en la industria local de FICs son: i) se perciben elevados niveles de competencia y eficiencia; ii) exhibe importantes economías de escala-alcance en todas sus actividades; iii) vehículos con gran capacidad de negociación sobre los retornos de sus inversiones (v. gr. tasas de interés de sus CDTs en los bancos); y iv) el nuevo marco regulatorio sobre la materia (Decretos 1242 y 1243 de 2013).

10. Las debilidades identificadas en la industria local de FICs son: i) supervisión “sobre-protectora”; ii) regímenes de inversión restrictivos para los inversionistas institucionales; iii) demoras en la aprobación de productos, de reglamentos y falta de soporte digital; iv) reglamentos de FICs de difícil entendimiento; v) costos por certificación AMV de la “fuerza comercial”; vi) “des-especialización” del mercado por mezcla de licencias financieras; vii) impuesto a las transacciones financieras (ITF); viii) costos de los custodios, de los proveedores de información y por la no integración en los proveedores de infraestructura; ix) riesgo reputacional por malas administraciones-gestiones; y x) bajos niveles de educación financiera. Las recomendaciones de Anif apuntan a mitigar gran parte de estas debilidades regulatorias, de infraestructura del mercado y de oferta-demanda.

I. Descripción del negocio fiduciario en Colombia

En este capítulo se analizan detalladamente los distintos negocios a los que se dedican las fiduciarias en el mercado local, haciendo énfasis en el segmento de promoción-distribución de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs). Ello sirve para dimensionar la importancia relativa de las líneas de negocio del sector fiduciario local e identificar el grado de importancia de los FICs para las fiduciarias.

Dicho análisis se lleva a cabo en tres etapas. En la primera parte, se presenta la evolución reciente del negocio fiduciario como instrumento de ahorro-inversión a nivel local. La segunda parte estudia el perfil de los clientes potenciales del negocio fiduciario y de FICs, a partir del informe "Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva" de Asofiduciarias. Por último, en la tercera parte se analiza la estructura del negocio fiduciario y de los FICs desde la perspectiva de los oferentes de dichos productos financieros. Para ello, se presentan los resultados de la "Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs" realizada por Anif exclusivamente para este estudio.

1. Evolución reciente del negocio fiduciario

Desde la década de los ochenta-noventa, el proceso de profundización financiera local ha permitido que algunos instrumentos alternativos de ahorro ganen importancia. Entre ellos se destacan los recursos canalizados a través de las fiduciarias, donde se tiene un amplio espectro de posibilidades de ahorro-inversión. En particular, el negocio fiduciario se vio beneficiado por la creación de la Asociación de Fiduciarias en 1986. Posteriormente, la Ley 45 de 1990 obligó a los bancos a crear filiales encargadas exclusivamente de adelantar dichos negocios fiduciarios, de forma separada al negocio bancario (ver Anif, 2013b).

1.1. Análisis de las fiduciarias y sus líneas de negocio

Durante los años recientes, el negocio fiduciario se ha venido profundizando. En efecto, el valor de los activos fideicomitidos pasó de $144 billones (28% del PIB) en 2009 a $373 billones (46% del

PIB) en 2016, lo cual equivale a un crecimiento promedio anual del 14.1% (ver gráfico 1). Dichos activos pueden clasificarse en las siguientes líneas de negocio: i) "administración"(v. gr. administración de recursos de alta liquidez y de los proyectos de infraestructura 4G); ii) "seguridad social" (v. gr. administración de los pasivos pensionales como el Fonpet, entre otros); iii) "inversión" (v. gr. recursos con objetivos de inversión individual como los de grupos empresariales o familiares); iv) "inmobiliario"; v) garantía (v. gr. administración de los recursos que fungen como garantía en préstamos comerciales); y vi) "pensiones voluntarias".

El buen desempeño fiduciario ha estado liderado por los incrementos en los recursos administrados en fiducias de administración ($105 billones en marzo de 2016, 28% del total), de seguridad social ($71 billones, 19.1%) y de inversión ($67 billones, 18%). En particular, la participación de los recursos de la fiducia de inversión se ha incrementado de manera importante en 2009-2016, lo cual se explica por: i) la mayor oferta de productos de esta naturaleza y de sus canales de distribución; y ii) la importancia que han ganado los inversionistas institucionales (incluyendo las personas jurídicas) dentro de la demanda por dichos productos, dadas sus necesidades de inversión tendientes a diversificar sus portafolios. Le siguen, de manera importante, los recursos fiduciarios inmobiliarios ($46 billones, 12.4%), los FICs ($45 billones, 12%) y los de garantía ($38 billones, 10.2%). Estos resultados se han visto favorecidos por: i) las lecciones aprendidas de la crisis hipotecaria-financiera local de los noventa, lo cual permitió el diseño de un marco de supervisión-regulación bastante robusto para el sector inmobiliario (Ley 546 de 1999); y ii) el Decreto 1242 de 2013, el cual establece el actual marco normativo de los FICs y mejora su eficiencia en materia de acceso, administración y supervisión.
En contraste, la línea de negocio relativa a la administración de recursos de pensiones voluntarias fue la menos representativa ($1.4 billones, 0.4%).

Cabe destacar que los recursos de inversión como un todo (=activos fideicomitidos en la fiducia de inversión + activos FICs) fueron equivalentes al 30% de los activos totales del sector fiduciario ($112 billones), superando así a la fiducia de administración. Por su parte, el número de fiduciarias en el país se ha mantenido relativamente estable, con 25 entidades activas en 2009 y en 2016 (alcanzando un pico de 28 entidades en 2012-2013).

Gráfico 1. Activos fideicomitidos por línea de negocio
($ billones,% del total)

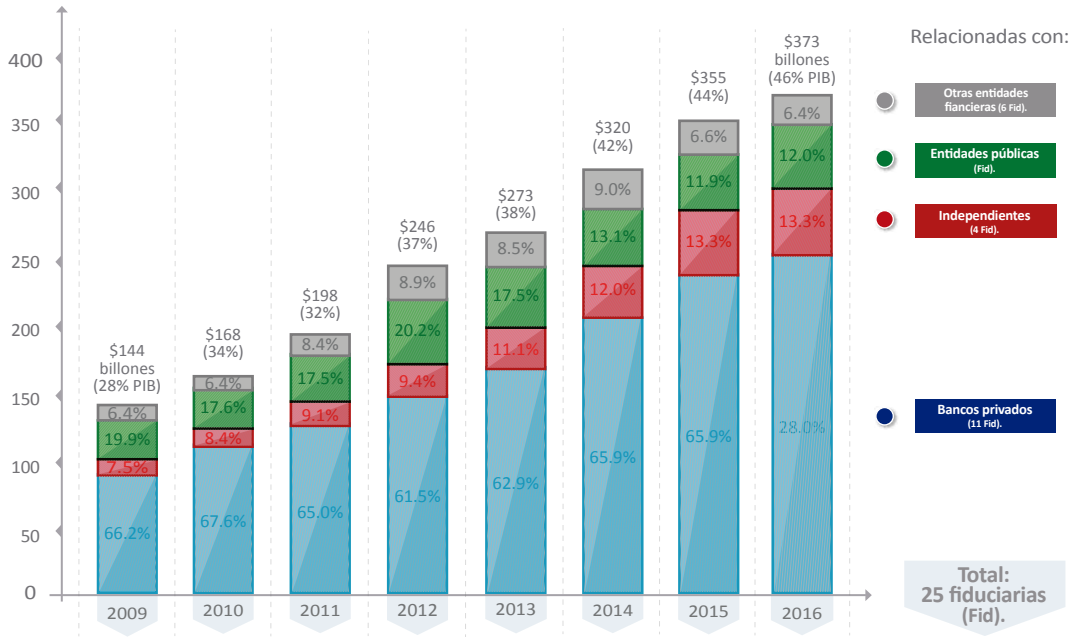
*Cifras a marzo de 2016
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera Asofiduciarias Dane.

Para realizar un análisis más profundo, se clasificaron las sociedades fiduciarias de acuerdo a la forma en que operan en el mercado y sus relaciones con diferentes entidades financieras. Así, se definieron los siguientes grupos: i) fiduciarias relacionadas con bancos privados; ii) fiduciarias relacionadas con entidades públicas; iii) fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras; y iv) fiduciarias independientes. Por ejemplo, aquellas sociedades fiduciarias con la posibilidad de acceder a una red bancaria para distribuir sus productos cuentan con un nicho de mercado y una oferta de valor diferenciada frente a las fiduciarias no "bancarizadas" (v. gr. Fiduciaria Bancolombia, Fidubogotá, Fiduciaria Davivienda). Asimismo, las fiduciarias que dependen o presentan alguna relación con entidades estatales, tienen una oferta de valor que se enfoca en servicios para clientes del sector público (v. gr. Fiduagraria). Entretanto, las fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras (v. gr. Fiduciaria Credicorp) utilizan la red de distribución y el apoyo (comercial, logístico, financiero) de instituciones diferentes a los bancos (v. gr comisionistas de bolsa). Finalmente, se encuentran las fiduciarias independientes, las cuales se enfocan únicamente en el negocio fiduciario (v. gr. Alianza Fiduciaria) y no están relacionadas (a nivel

financiero, operativo o comercial) con entidades financieras o de carácter público.

De forma agregada, aquellas fiduciarias relacionadas con bancos privados han dominado la administración de los activos fideicomitidos (68.3% del total en marzo de 2016 vs. 66.2% en 2009), ver gráfico 2. Asimismo, este tipo de fiduciarias fue el más representativo en número (11 fiduciarias en marzo de 2016, que representan el 44% del total vs. 13 fiduciarias en 2009, 52% del total). Sin embargo, se destaca la mayor participación que han venido ganando las fiduciarias de carácter independiente en este frente (13.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 7.5% en 2009), mientras que las fiduciarias relacionadas con entidades públicas han reducido su participación en el negocio fiduciario (12.0% vs. 19.9%). Por su parte, las fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras han mantenido su participación de mercado (6.4% del total de los activos fideicomitidos en diciembre de 2009 y en marzo de 2016).

Gráfico 2. Activos fideicomitidos por tipo de fiduciaria ($ billones, % del total)



* Cifras a marzo de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

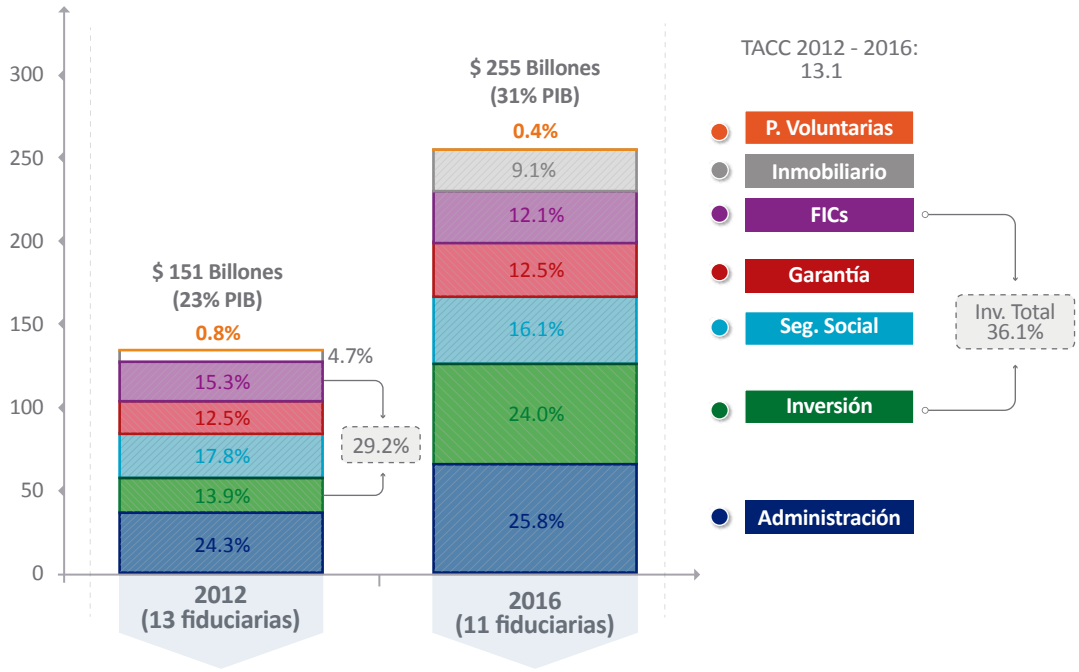
Al corte de marzo de 2016, la fiducia de administración estuvo liderada por las fiduciarias relacionadas con bancos privados (62.9% del total de activos en el negocio de administración, $65.8 billones) y por las fiduciarias independientes (18.2%, $19 billones). Entretanto, el negocio de seguridad social estuvo dominado por las fiduciarias relacionadas con bancos privados (57.8% del total de activos en seguridad social, $41.1 billones) y las fiduciarias relacionadas con entidades públicas (39.1%, $27.8 billones).

En la fiducia de inversión, las entidades relacionadas con bancos privados concentraron estos activos (91.2% del total de activos de fiducia de inversión al corte de marzo de 2016, $61.2 billones), lo cual obedece a que la fiduciaria Cititrust maneja gran parte de la actividad de custodia en el mercado local. Por su parte, las principales fiduciarias en el negocio de fiducia inmobiliaria fueron las relacionadas con bancos privados (50.5% del total de activos inmobiliarios, $23.3 billones) y las independientes (41.3%, $19.1 billones). A su vez, la fiducia de garantía estuvo dominada por las entidades relacionadas con bancos (84% del total de activos en garantía, $31.9 billones).

En cuanto al número de fiduciarias activas en el país, se observa que las fiduciarias independientes se han mantenido estables (4 fiduciarias en 2009 y en marzo de 2016). Sin embargo, en 2010-2013, llegaron a operar 6 fiduciarias independientes. Por el contrario, se presentó una caída del -15% en el número de fiduciarias relacionadas con bancos privados entre 2009 y 2016 (pasando de 13 a 11 fiduciarias). Por su parte, la cantidad de fiduciarias relacionadas con entidades públicas se mantuvo constante durante el mismo período (4 fiduciarias). Las únicas fiduciarias que aumentaron en número fueron las relacionadas con otras entidades financieras, las cuales pasaron de 4 a 6 entre 2009 y 2016.

Las fiduciarias relacionadas con bancos privados ampliaron sus activos administrados de $151 billones (23% del PIB) en 2012 a $255 billones (31% del PIB) en marzo de 2016, creciendo al 13.1% promedio anual (ver gráfico 3). Aunque administran activos de las diferentes líneas de negocios, actualmente han llegado a concentrarse en las fiducias de administración (25.8% del total de sus activos administrados en marzo de 2016) y de inversión (24%). Cabe destacar que al agregar los activos de inversión y los activos FICs, el negocio de “inversión total” representó el 36.1% de sus activos administrados.

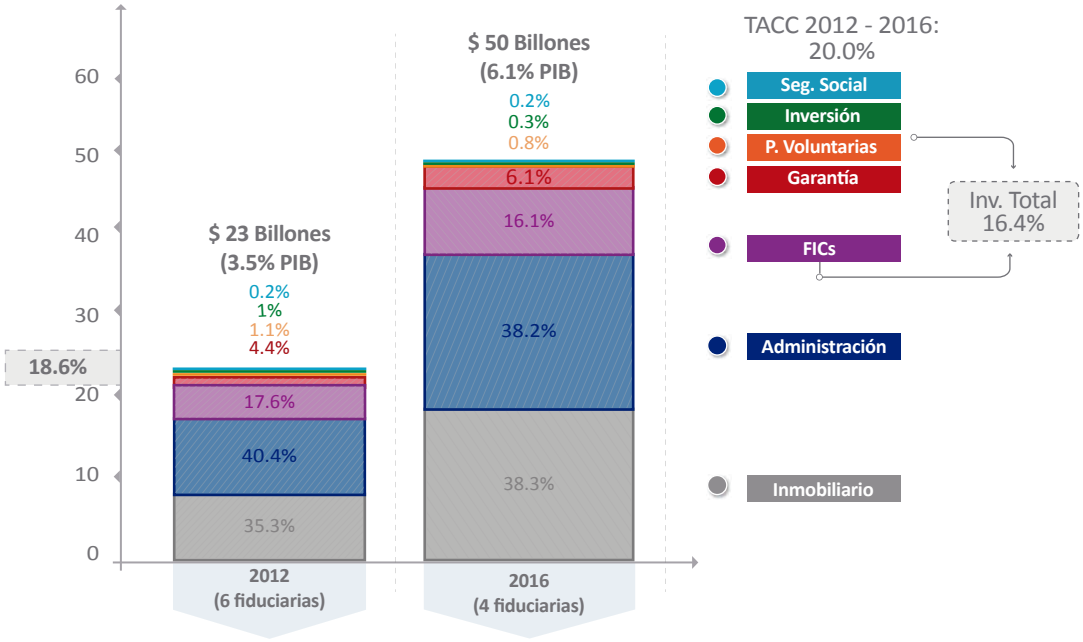
Gráfico 3. Activos administrados por fiduciarias relacionadas con bancos privados ($ billones, % del total)



* Cifras a marzo de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

Asimismo, las fiduciarias independientes incrementaron sus activos administrados de $23 billones (3.5% del PIB) en 2012 a $50 billones (6.1% del PIB) en marzo de 2016, logrando crecer al 20% promedio anual (ver gráfico 4). En este caso, cabe destacar que han duplicado los activos administrados en fiducias inmobiliarias (llegando a representar el 38.3% del total de sus activos administrados en marzo de 2016), de administración (38.2%) y en FICs (16.1%). Así, el negocio de "inversión total" (= activos de inversión + activos FICs) apenas representó el 16.4% de sus activos administrados.

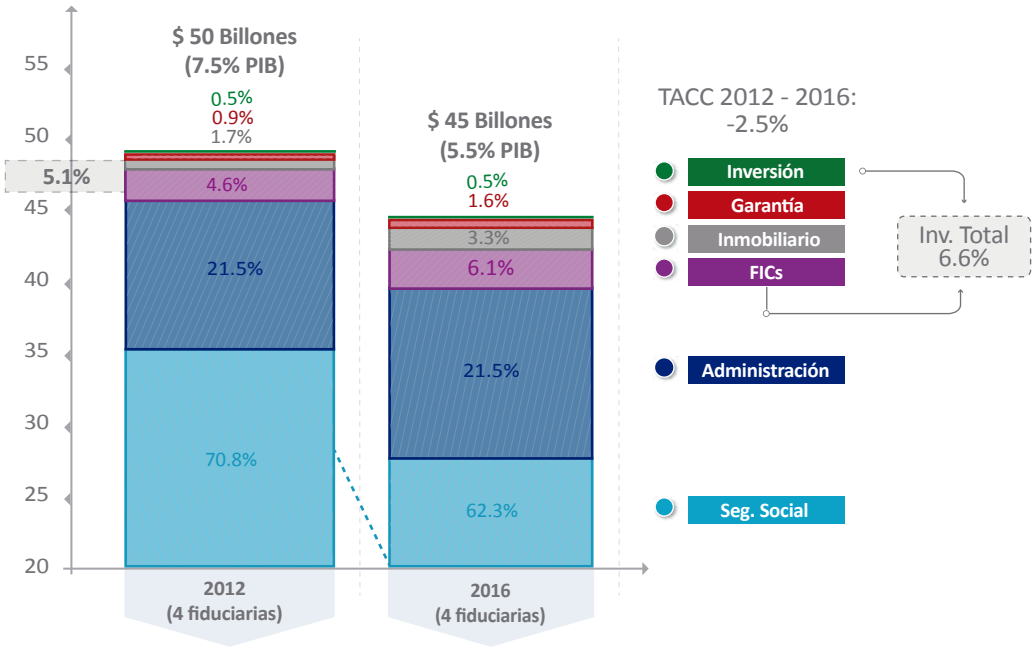
Gráfico 4. Activos administrados por tipo de fiduciarias independientes ($ billones, % del total)



* Cifras a marzo de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

En contraste, las fiduciarias relacionadas con entidades públicas redujeron sus activos administrados de $50 billones (7.5% del PIB) en 2012 a $45 billones (5.5% del PIB) en marzo de 2016, mostrando una contracción del -2.5% promedio anual (ver gráfico 5). Ello se explica por la reducción de los recursos administrados en seguridad social ($27.8 billones que fueron equivalentes al 62.3% del total de sus activos administrados en marzo de 2016 vs. $35.2 billones que fueron iguales al 70.8% del total de activos de esta línea de negocio en 2012). Allí ha incidido la importancia que han ganado las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) en la gestión de los recursos pensionales del régimen de ahorro individual durante los últimos años. No obstante, los FICs (6.1% del total de sus activos administrados en marzo de 2016), la fiducia inmobiliaria (3.3%) y la de garantía (1.6%) mostraron algo de dinamismo al crecer al 3% real anual promedio y compensar parcialmente el drenaje por el lado de los recursos administrados de seguridad social. Con ello, su negocio de "inversión total" solo fue equivalente al 6.6% del total de sus activos fideicomitidos.

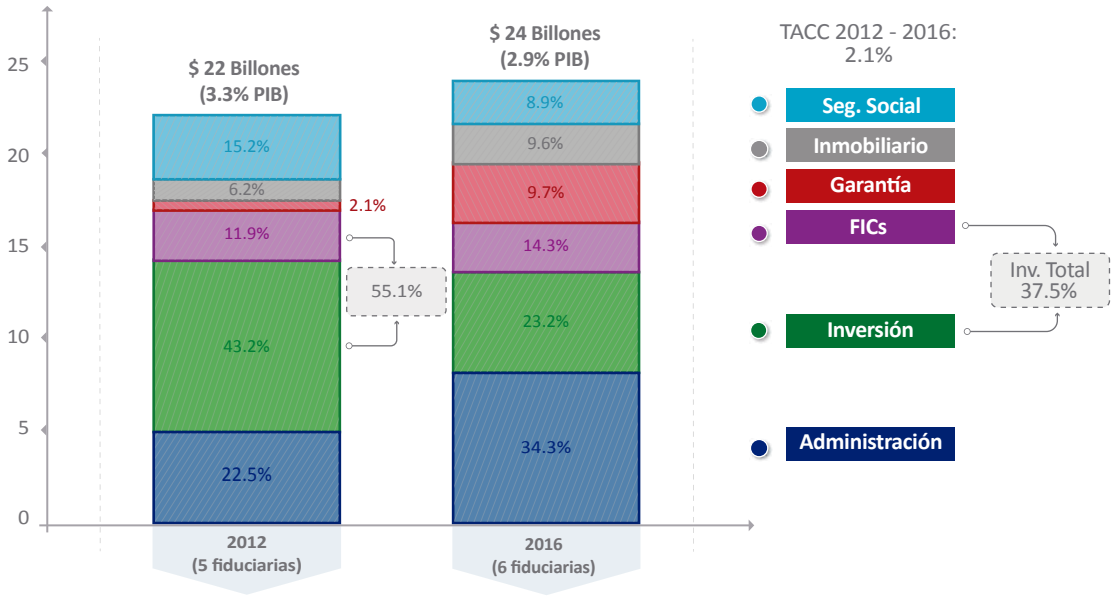
Gráfico 5. Activos administrados por fiduciarias relacionadas con entidades públicas ($ billones, % del total)



* Cifras a marzo de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

Entretanto, el valor de los activos administrados por fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras pasó de $22 billones (3.3% del PIB) en 2012 a $24 billones (2.9% del PIB) en marzo de 2016, equivalente a un moderado crecimiento del 2.1% promedio anual (ver gráfico 6). Allí se han reducido las participaciones de los negocios de inversión (23.2% del total de sus activos administrados en marzo de 2016 vs. 43.2% en 2012) y de seguridad social (8.9% vs. 15.2%), para enfocarse en los negocios fiduciarios de administración (34.3% vs. 22.5%), de FICs (14.3% vs. 11.9%) y de garantías (9.7% vs. 2.1%). Dado lo anterior, el negocio de "inversión total" llegó al 37.5% de sus activos fideicomitidos.

Gráfico 6. Activos administrados por fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras ($ billones, % del total)

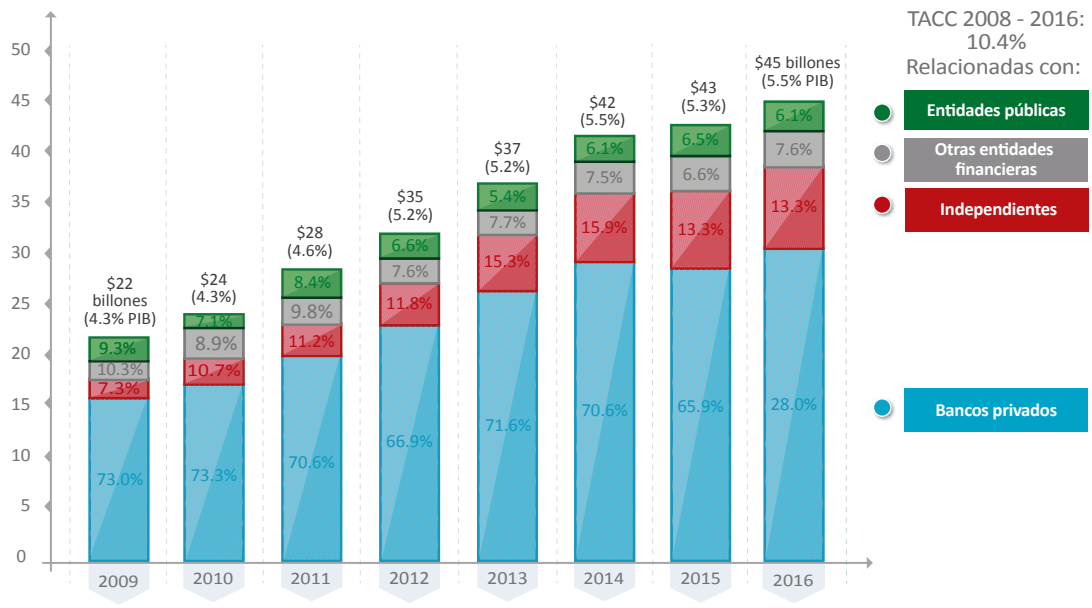


* Cifras a marzo de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

1.2. Los FICs en el negocio fiduciario

El valor de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias se incrementó de $22 billones (4.3% del PIB) a $45 billones (5.5% del PIB) durante 2009-2016, creciendo al 11% real anual promedio (ver gráfico 7). En este frente, las fiduciarias relacionadas con bancos privados también concentran la administración de los FICs (68.5% del total de los FICs administrados por las fiduciarias en marzo de 2016 vs. 73% en 2009). Por su parte, las fiduciarias independientes han ganado bastante preponderancia en el negocio de FICs (17.8% vs. 7.3%). Por el contrario, las fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras (7.6% vs. 10.3%) y con entidades públicas (6.1% vs. 9.3%) han reducido sus participaciones en los FICs.

Gráfico 7. Activos FICs administrados por fiduciarias ($ billones, % del total)



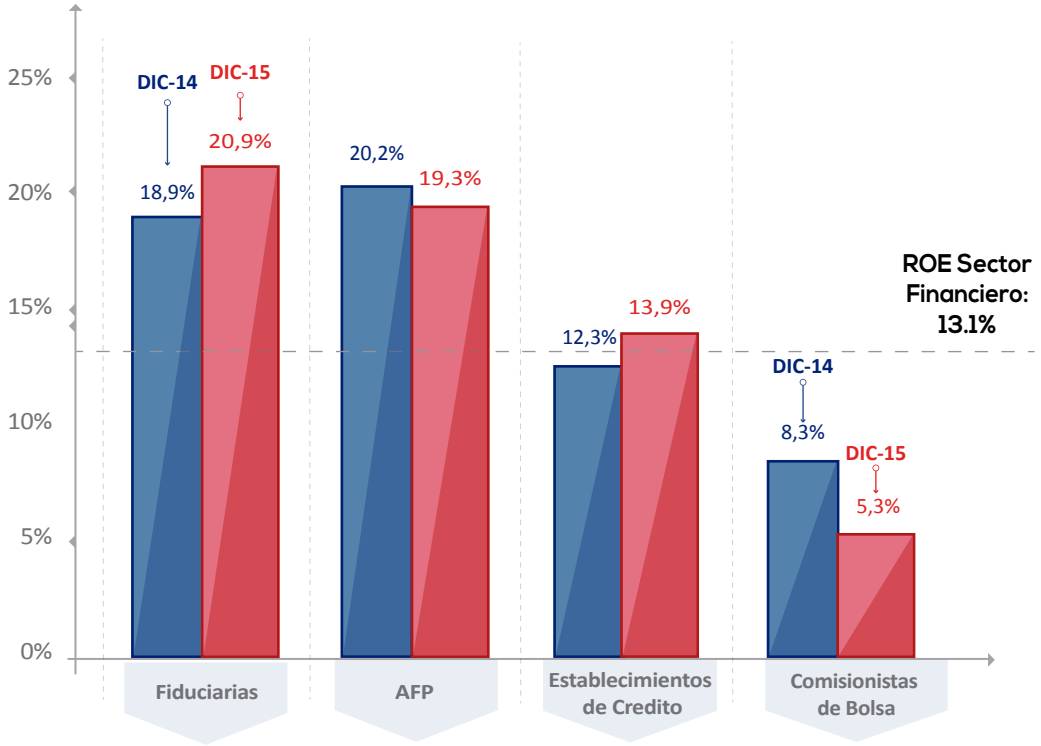
* Cifras a marzo de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

Por tipo de cliente, se tiene que en promedio el 40% del total de los activos FICs administrados por fiduciarias correspondió a fideicomisos en 2011-2016. Por su parte, otro 36% de dichos activos FICs es de personas jurídicas y el restante 24% es de personas naturales. Al analizar el número de clientes de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias, dichos resultados son opuestos. En efecto, de acuerdo con la "Encuesta Interna de Asofiduciarias" a sus afiliados, el número de clientes de los FICs aumentó de aproximadamente 1 millón de personas a 1.4 millones entre 2011-2015. De dicho total de clientes, aproximadamente un 92% fueron personas naturales, un 6% correspondió a personas jurídicas y apenas un 2% fueron fideicomisos.

1.3. La rentabilidad fiduciaria

Finalmente, en términos de rentabilidad, todo el negocio fiduciario se ha venido consolidando frente a otro tipo de actividades financieras. Por ejemplo, la rentabilidad del patrimonio (ROE) de las fiduciarias aumentó del 18.9% en 2014 al 20.9% en 2015, porcentaje que se ubicó por encima del resultado de las AFPs (19.3%) y de los establecimientos de crédito (13.9%), ver gráfico 8.

Gráfico 8. Rentabilidad sobre el patrimonio - ROE

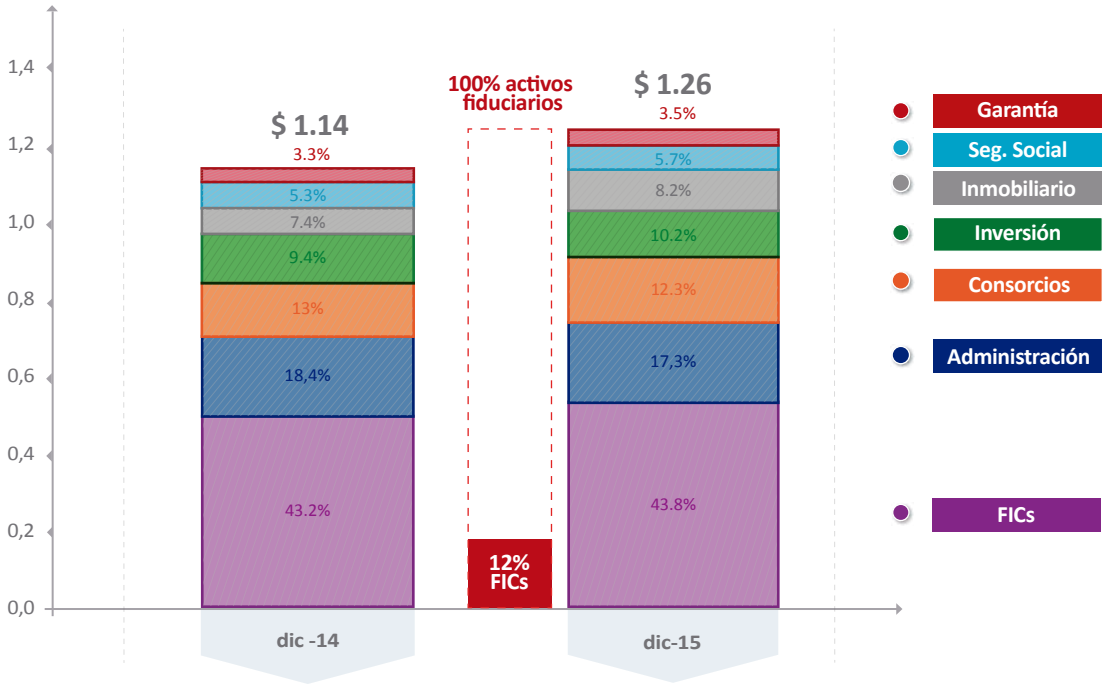


Fuente: Superintendencia Financiera y Asofiduciarias .

El mayor dinamismo de las diferentes líneas de negocio, destacándose los FICs (anteriormente explicados), ha incidido en estos niveles de rentabilidad fiduciaria. En efecto, las sociedades fiduciarias han venido administrando cerca del 77% de los FICs locales durante 2009-2016, lo cual equivale al 4.9% de PIB. Dicha administración de FICs ha generado cerca del 43%-44% del total de las comisiones que recibieron las fiduciarias en 2014-2015 (ver gráfico 9). Esta participación es significativamente elevada frente a las comisiones provenientes de los negocios fiduciarios de administración (17%-18% del total de las comisiones de las fiduciarias en 2014-2015), de

consorcios (12%-13%), de inversión (9%-10%) e inmobiliarios (7%-8%).

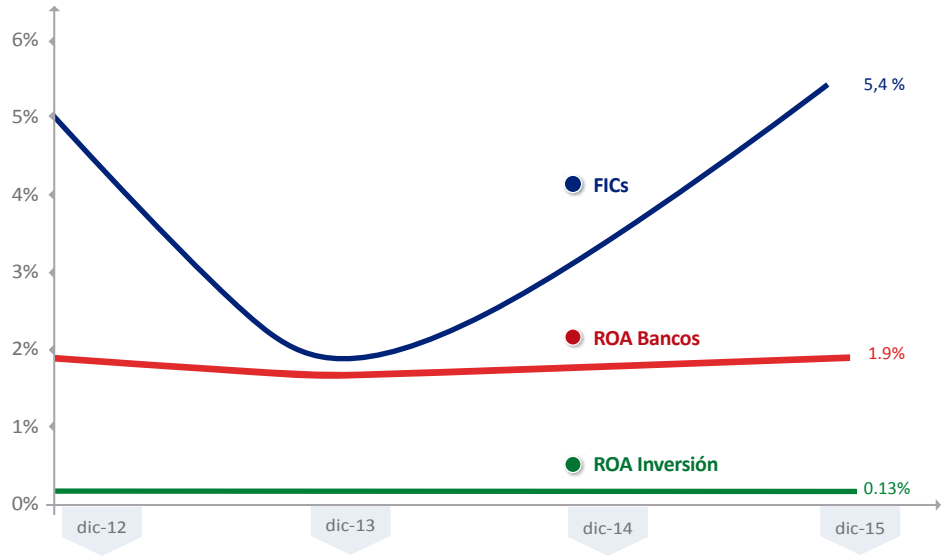
Gráfico 9. Comisiones de las fiduciarias por línea de negocio ($ billones, % del total)



Fuente: Asofiduciarias.

La rentabilidad implícita obtenida por los FICs administrados por las fiduciarias se ha recuperado en los años recientes. En efecto, el indicador rendimientos abonados de los FIC/activos FIC fiduciarios se incrementó favorablemente del 2% en 2013 al 5.4% en 2015, ubicándose por encima del ROA de los bancos (1.9%) y de las fiduciarias (0.13%) (ver gráfico 10). Ello muestra una gestión eficiente de los FICs por parte de las fiduciarias, donde se ha mantenido un rendimiento positivo luego de comisiones y cercano al 4% promedio anual entre 2012-2015.

Gráfico 10. Rentabilidad implicíta de los FICs
(Rendimiento abonados de los FICs/ Activos FICs admin.por fiduciarias, %)

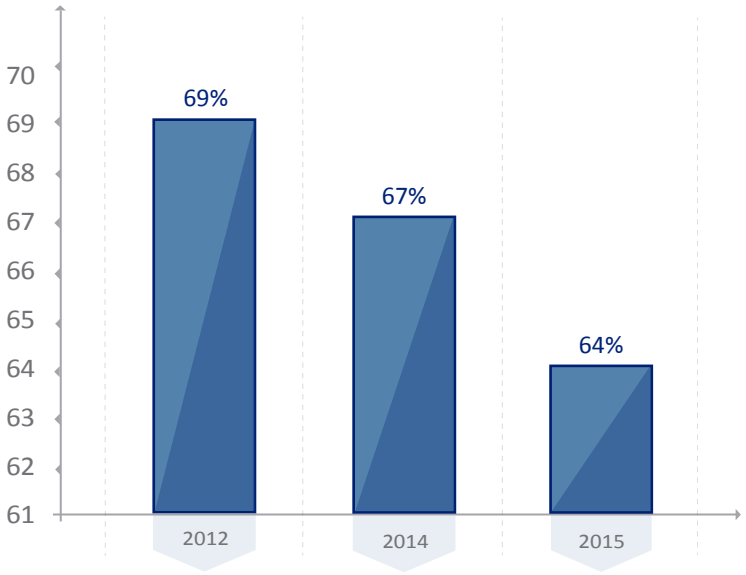


Fuente: Cálculos Anif con base en Asofiduciarias.

2. Análisis desde la demanda: Perfil de los clientes potenciales del negocio fiduciario y de los FICs

El informe "Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva" de Asofiduciarias (encuesta realizada en cinco ciudades principales del país a 500 personas naturales, mayores de edad y en un estrato socioeconómico en el rango 3-6) permite aproximarnos a las características de los clientes potenciales del negocio fiduciario y de los FICs. A partir de estos resultados, se observa que la propensión a ahorrar de los colombianos se ha reducido levemente en los últimos años. En efecto, un 64% de la muestra ahorró dinero en 2015 vs. 69% en 2013 (ver gráfico 11).

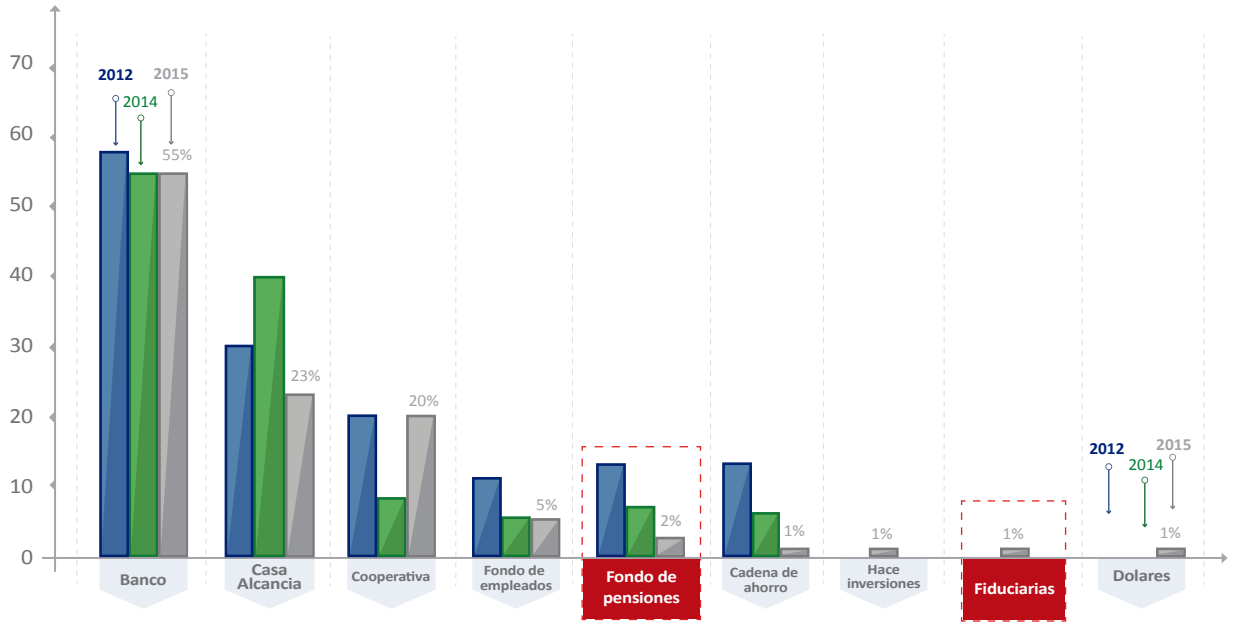
Gráfico 11. ¿Usted ahorra dinero?
(% respuestas afirmativas)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de inversión Colectiva - informe de Asofiduciarias.

De aquellas personas que sí ahorraron, un 55% dijo que realiza dicha actividad en los bancos en 2015 (ver gráfico 12). Un 23% ahorró en la casa (v. gr. alcancía), un 20% en las cooperativas y otro 5% en los fondos de empleados. Entretanto, un 1% de los encuestados señaló que utilizaba a las fiduciarias como un vehículo alternativo de ahorro.

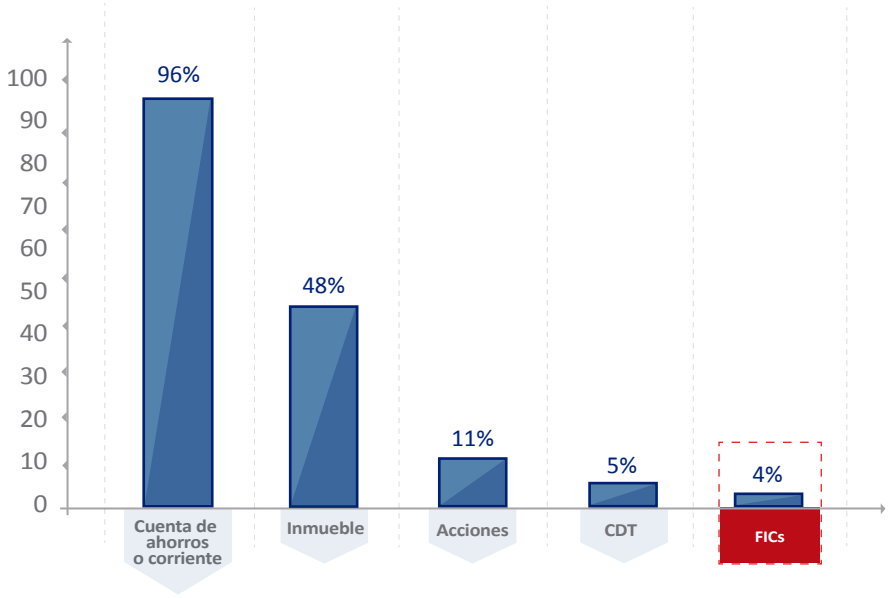
Gráfico 12. ¿Dónde ahorra?
(% respuestas afirmativas)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de inversión Colectiva - informe de Asofiduciarias.

En 2015, el 96% de los entrevistados afirmó que tenía una cuenta de ahorro o cuenta corriente (ver gráfico 13). Un 48% dijo tener bienes inmuebles, un 11% especificó que tenía acciones y otro 5% mencionó tener CDTs. Sin embargo, apenas un 4% dijo que tenía un FIC.

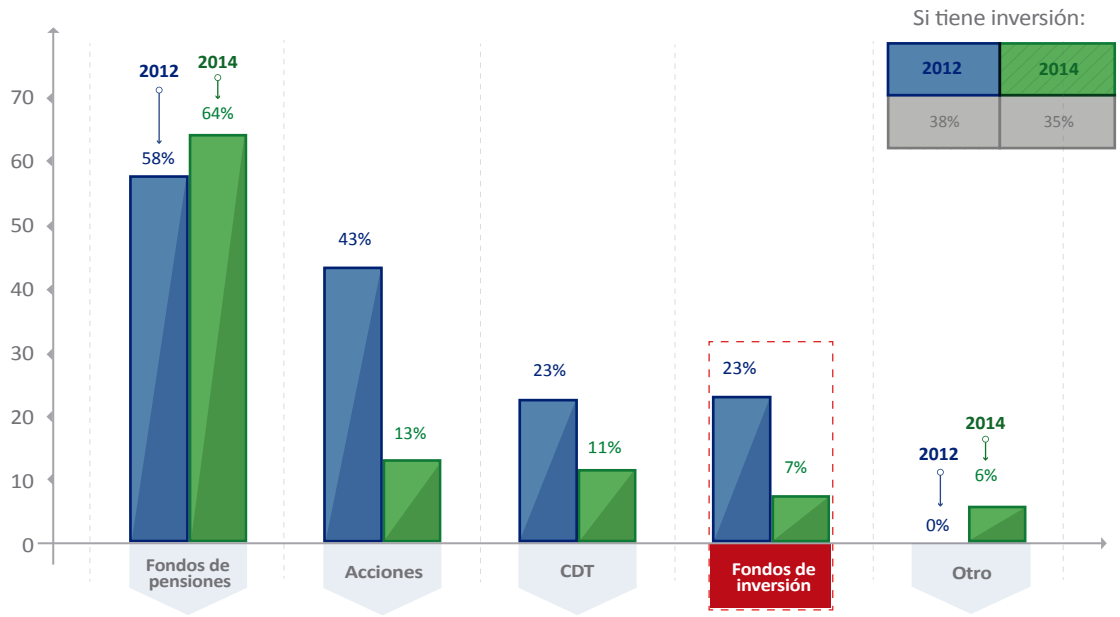
Gráfico 13. ¿Tiene alguno de los siguientes productos?
(% respuestas afirmativas, 2015)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de inversión Colectiva - informe de Asofiduciarias.

Entre 2012-2014, el porcentaje de personas con una inversión en productos financieros se redujo del 38% al 35% del total. De estos individuos, se destaca la alta concentración y el incremento en la tenencia de fondos de pensiones (64% de respuestas afirmativas en 2014 vs. 58% en 2012), mientras que se redujeron considerablemente los fondos de inversión (7% vs. 23%), ver gráfico 14.

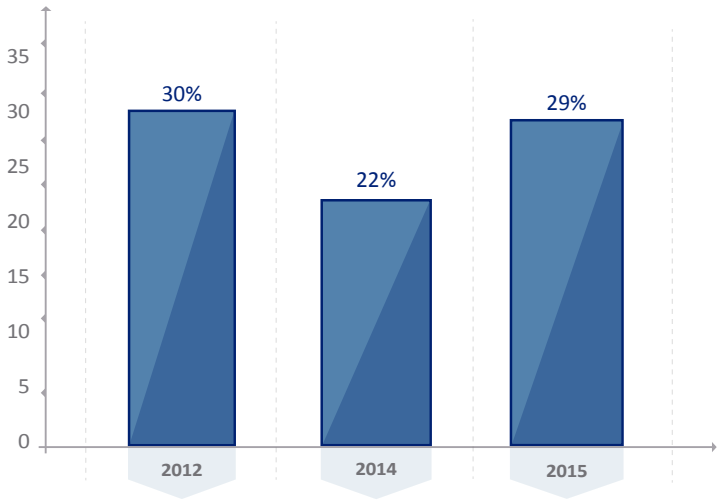
Gráfico 14. ¿ Tiene una inversión en productos financieros? ¿En cuáles?
(% respuestas afirmativas)



Fuente: Conocimiento de los fondos de inversión Colectiva - Informe de Asofiduciarias.

El conocimiento de los FICs a nivel local es bajo. Por ejemplo, el porcentaje de colombianos que dicen haber escuchado sobre los FICs pasó del 30% en 2012 al 29% en 2015 (recuperando terreno frente al 22% en 2014), ver gráfico 15.

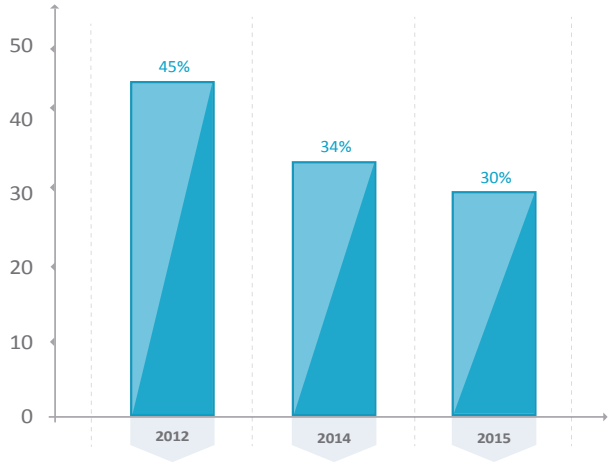
Gráfico 15. ¿Ha escuchado sobre los FICs? (% respuestas afirmativas)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de inversión Colectiva - informe de Asofiduciarias.

Lo preocupante es que aquellos individuos que conocen a alguna persona que tenga su dinero en un FIC se ha venido reduciendo, pasando del 45% de respuestas afirmativas de los que han escuchado sobre los FICs en 2012 al 30% en 2015 (ver gráfico 16).

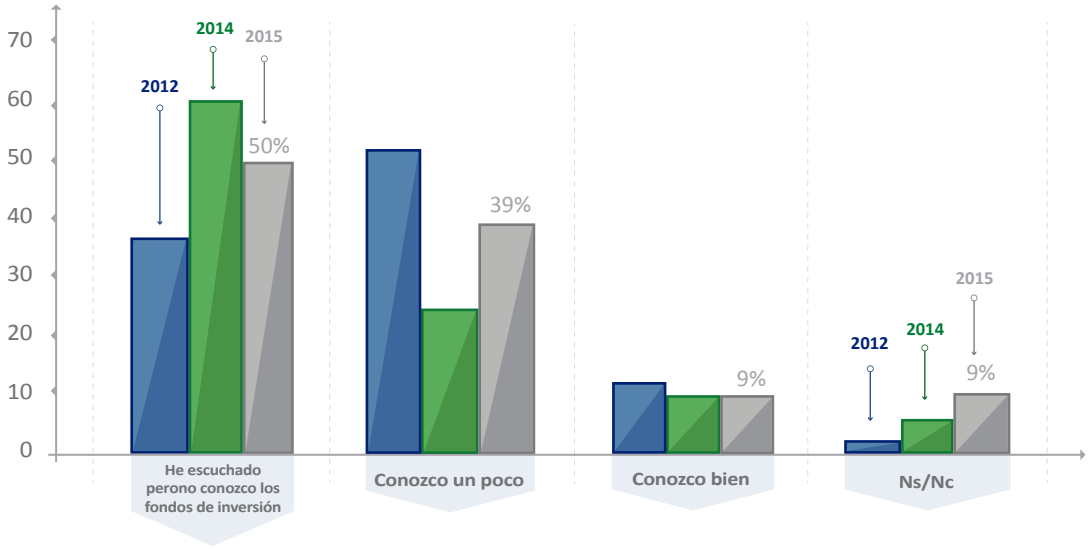
Gráfico 16. ¿Conoce a alguna persona que tenga su dinero en un FIC? (% respuestas afirmativas de los que han escuchado obre los FICs)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de inversión Colectiva - informe de Asofiduciarias.

En cuanto al conocimiento de los FICs, en 2015, un 50% de los colombianos ha escuchado sobre los FICs, pero no conoce sus características (ver gráfico 17). Otro 39% conoce un poco las características de los FICs. No obstante, apenas un 9% conoce bien dichas características y podría explicarle a otra persona que no las conozca.

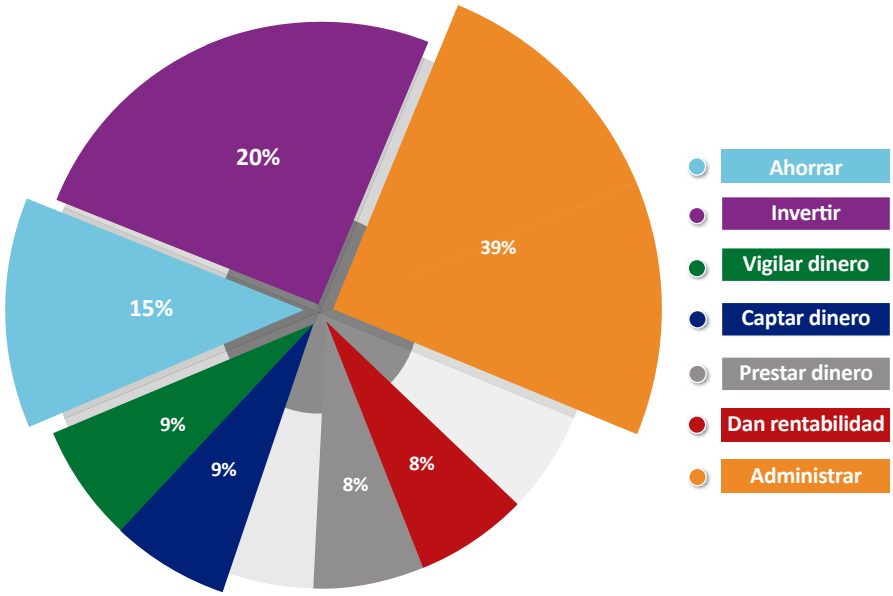
Gráfico 17. ¿Con cuál de las siguientes frases se identifica más?
(% respuestas afirmativas)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de inversión Colectiva - informe de Asofiduciarias.

En contraste, los colombianos muestran más conocimiento sobre las diferentes actividades de las fiduciarias. En 2015, un 39% de la muestra respondió que las fiduciarias administran dinero o recursos, un 20% asoció su actividad con la inversión en proyectos y negocios, y un 15% dijo que ahorran dinero (ver gráfico 18).

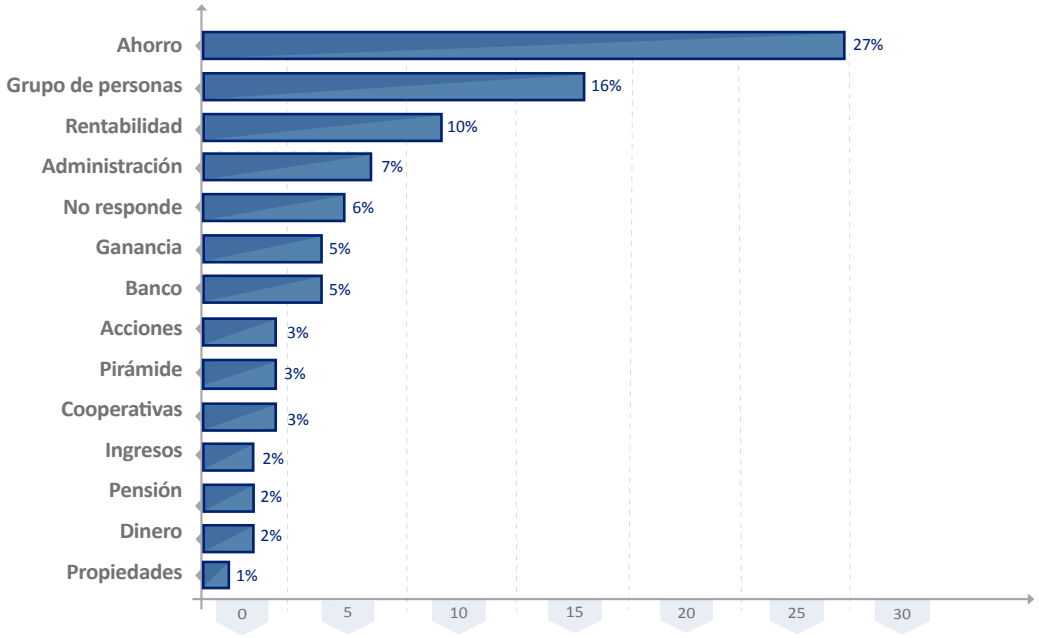
Gráfico 18. ¿Sabe qué hacen las sociedades fidiciarias?
(% respuestas afirmativas, 2015)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de Invesión Colectiva - Informe de Asofiduciarias.

Finalmente, los colombianos asocian los FICs con ahorro (27% de respuestas afirmativas), grupo de personas (16%), rentabilidad (10%), administración (7%), ganancia (5%) y banco (5%), ver gráfico 19.

Gráfico 19. Asociación espontanea: FICs
(% respuestas afirmativas, 2015)



Fuente: Conocimiento de los Fondos de Invesión Colectiva - Informe de Asofiduciarias.

Así, debe destacarse el bajo conocimiento que los potenciales clientes tienen de las fiduciarias y sus productos (en especial el caso de FICs) al compararse, por ejemplo, con productos de los establecimientos de crédito (cuentas corrientes o de ahorro). Asimismo, estos clientes asocian a las fiduciarias más con el tema de administración de recursos que con mecanismos de inversión. Y, de esto último se desprende que los FICs son más asociados al ahorro que a la inversión, algo que podría estar ayudando, vía regulación, a frenar su crecimiento. En efecto, como se explica a profundidad en el capítulo 3 de este documento, el sondeo de Anif identificó que la regulación-supervisión sobre el sector fiduciario tiene un enfoque de protección al consumidor y su ahorro, dejando de lado el carácter de inversión que también tienen algunos productos ofrecidos por las fiduciarias.

3. Análisis desde la oferta: Conocimiento del negocio fiduciario y de los FICs

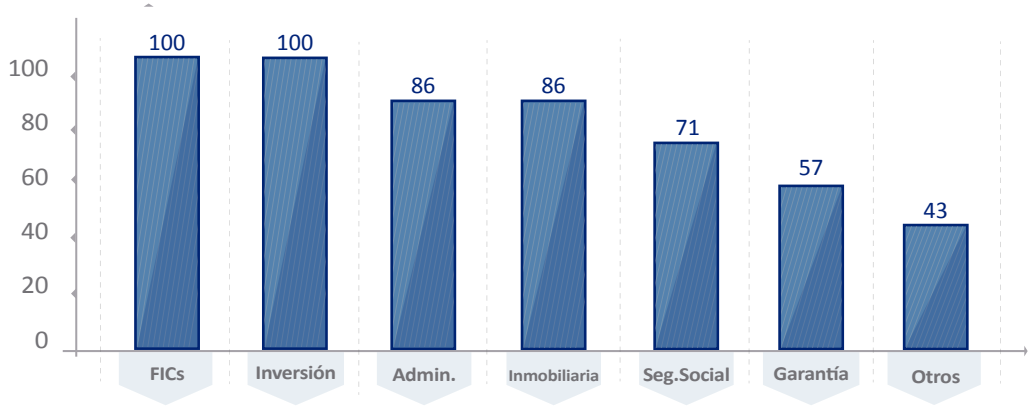
En esta última sección se pretende mostrar la estructura del negocio fiduciario y de los FICs desde la perspectiva de los oferentes de dichos productos financieros. Para ello, se presentan los resultados de la "Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs" realizada por Anif, exclusivamente para este estudio.

Dicha entrevista se realizó personalmente al 25% de las fiduciarias locales (escogiendo cuidadosamente para incluir a todos los tipos de fiduciarias, según la sección 1), con el fin de analizar los siguientes aspectos: i) caracterización del negocio fiduciario y de los FICs; ii) apreciación de la competencia; iii) apreciación de los clientes; y iv) apreciación de la regulación. Lo anterior buscaba dimensionar el negocio fiduciario y de FICs desde la perspectiva de los principales actores del mercado.

3.1. Caracterización del negocio fiduciario y de los FICs

Se observó que las fiduciarias consultadas manejan una gran variedad de líneas de negocio. En particular, todas las fiduciarias entrevistadas manejan las líneas de inversión y de FICs (100% del total entrevistado), mientras que la fiducia en garantía es la línea menos popular entre los entrevistados (57%), ver gráfico 20. Asimismo, los entrevistados destacaron la importancia de los fideicomisos en anticipos e infraestructura.

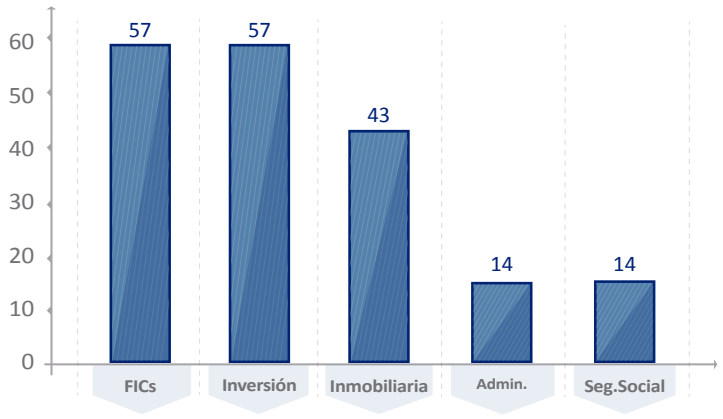
Gráfico 20. ¿Cuales son las líneas de negocio que maneja su empresa?
(% respuestas afirmativas)



Fuente: Conocimiento de Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif

El 57% de las fiduciarias entrevistadas enfoca su negocio en los FICs y en la fiducia de inversión. Aquí cabe resaltar que, en la mayoría de las fiduciarias entrevistadas, el negocio de los FICs se maneja en conjunto con el de la fiducia de inversión. Es decir, se define el negocio de inversión "como un todo", el cual está compuesto por la inversión individual (línea de negocio de "inversión") y por la inversión colectiva (FICs). Las otras líneas de negocio en las que se enfocan las fiduciarias son la inmobiliaria (43% del total de respuestas afirmativas), la de administración (14%) y la de seguridad social/pública (14%), ver gráfico 21. Esta última línea de negocio es una de las más importantes para las fiduciarias relacionadas con entidades públicas, al ser el sector público su principal cliente.

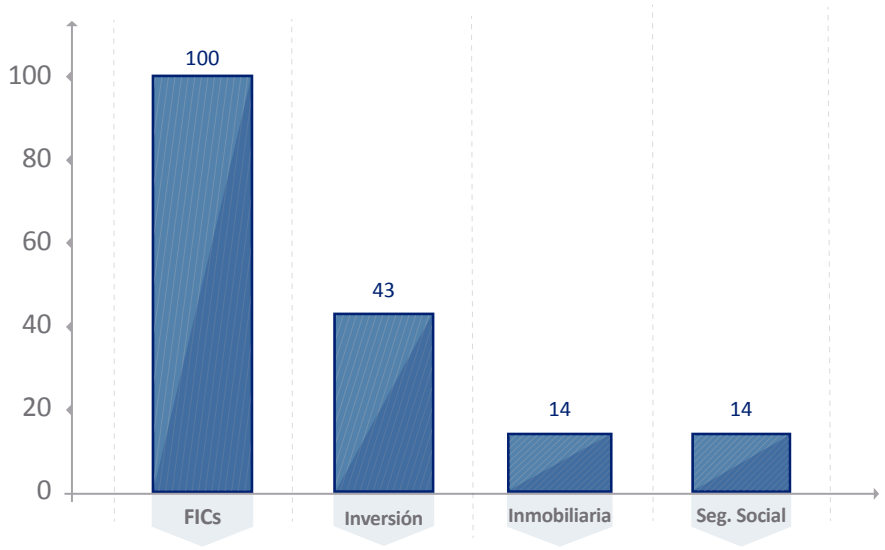
Gráfico 21. ¿Cuales son las líneas de negocio que se enfoca su empresa? (% respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs -Anif.

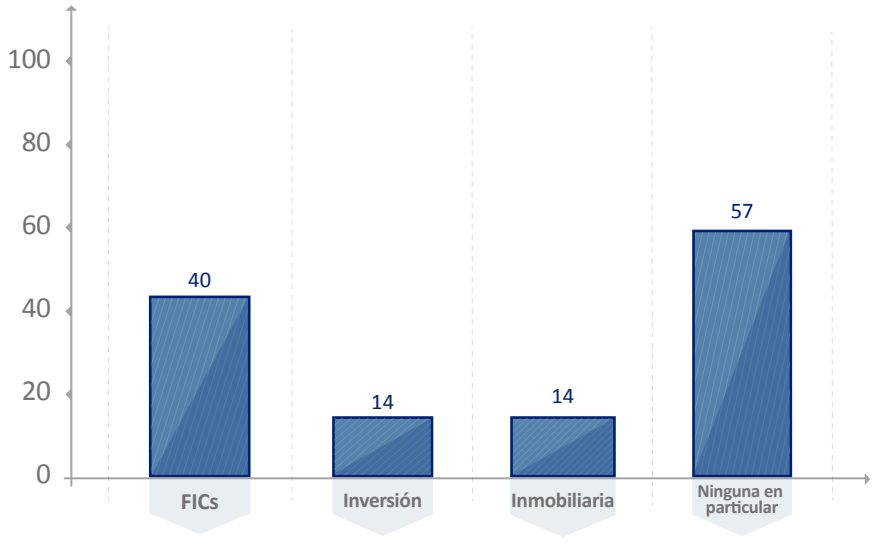
A partir de las respuestas de los entrevistados se identifica que la línea de negocio que genera una mayor rentabilidad a las fiduciarias es la de los FICs (100% de respuestas afirmativas). Le siguen las fiducias de inversión (43%), inmobiliarias (14%) y de seguridad social (14%), ver gráfico 22. A su vez, los FICs se consideran como la línea de negocio más eficiente en términos de gestión (43% de respuestas afirmativas), ver gráfico 23.

Gráfico 22. ¿Cuáles son las líneas de negocio más rentables? (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

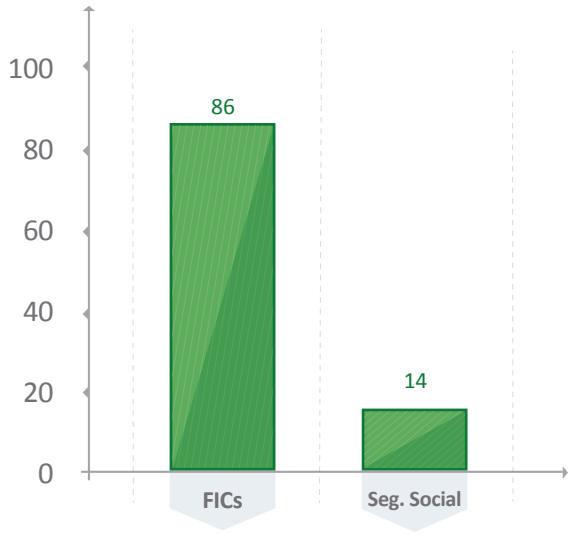
Gráfico 23. ¿Cuáles son las líneas de negocio más eficientes en gestión? (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

De igual forma, según las fiduciarias entrevistadas, los FICs tienen el mayor número de clientes (86% de respuestas afirmativas), ver gráfico 24. Entretanto, la fiducia pública es la otra línea de negocio que genera un mayor volumen de clientes (14%), la cual se asoció con las fiduciarias relacionadas con entidades públicas. Lo anterior evidencia que el negocio de FICs es el más importante para las sociedades fiduciarias en términos de mayor rentabilidad y número de clientes, aunque no representen el mayor valor de activos fideicomitidos.

Gráfico 24. ¿Cuáles son las líneas de negocio con más clientes?
(% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

3.2. Apreciación de la competencia

En cuanto a la competencia, el cuadro 1 consolida las respuestas de las fiduciarias entrevistadas sobre su principal competidor por tipo negocio. Se observa que el principal competidor para la mayoría de los negocios fiduciarios, son las fiduciarias relacionadas con los bancos privados, las cuales controlan la mayor parte de este mercado (69% del total de activos fideicomitidos en marzo

de 2016).

Por su parte, las fiduciarias independientes se posicionan como la mayor competencia en la línea inmobiliaria, pues administran el 41% del total de dicho mercado. En el terreno de los FICs, los principales competidores están bajo la tutela de las fiduciarias relacionadas con los bancos privados y con otras entidades financieras. Esto va en línea con el beneficio de contar con una red de distribución bancaria que permite ofrecer los FICs a una amplia clientela.

Cuadro 1. Competencia en el mercado fiduciario por tipo de negocio

		Usted compite con fiduciarias relacionadas con:			
		Bancos privados	Enidades públicas	Otras entidades financiera	Independientes
Fiduciarias encuestadas relacionadas con:	Bancos privados	● ● ● ● ●		●	●
	Entidades públicas	● ●	●		●
	Otras entidades financieras	● ●			● ●
	Independientes	● ● ●		●	●

Donde:

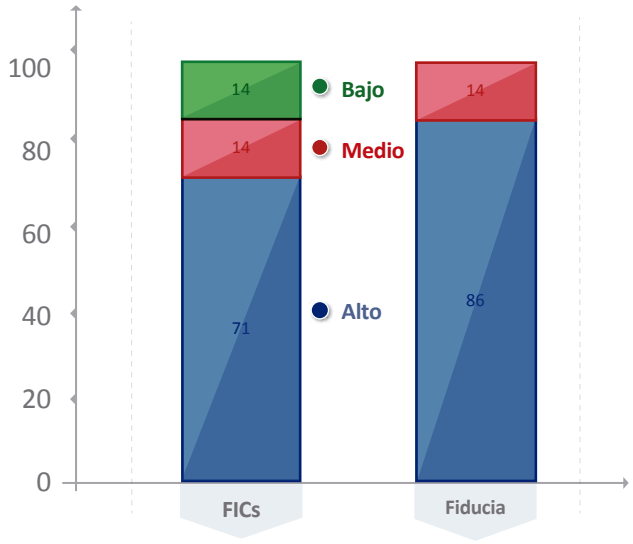
● Administración ● Inversión ● Inmobiliaria ● Garantía ● Seg. Social ● FICs

Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

A ello se suma el alto nivel de competencia percibido en los negocios FICs y fiduciarios (ver gráfico 25). En efecto, el 86% de los encuestados considera que el negocio fiduciario es muy competido. Los encuestados señalan que el alto nivel decompetencia ha generado una presión sobre los precios y las comisiones que cobran las fiduciarias, reduciendo el margen de ganancia. Para algunos, el mercado es muy pequeño para tantos actores. De igual forma, para el 71% de los encuestados el mercado de FICs presenta altos niveles de competencia, pero para un 14% es poco

competido. En el segmento FIC, el alto grado de competencia se debe a la homogeneidad del producto y a que los portafolios ofrecidos por los diferentes fondos son muy similares en su composición (ya que la mayoría de entrevistados señaló que cerca del 90% del total de los portafolios se concentra en el mercado monetario).

Gráfico 25. ¿Cómo percibe el nivel de competencia?
(% del total)

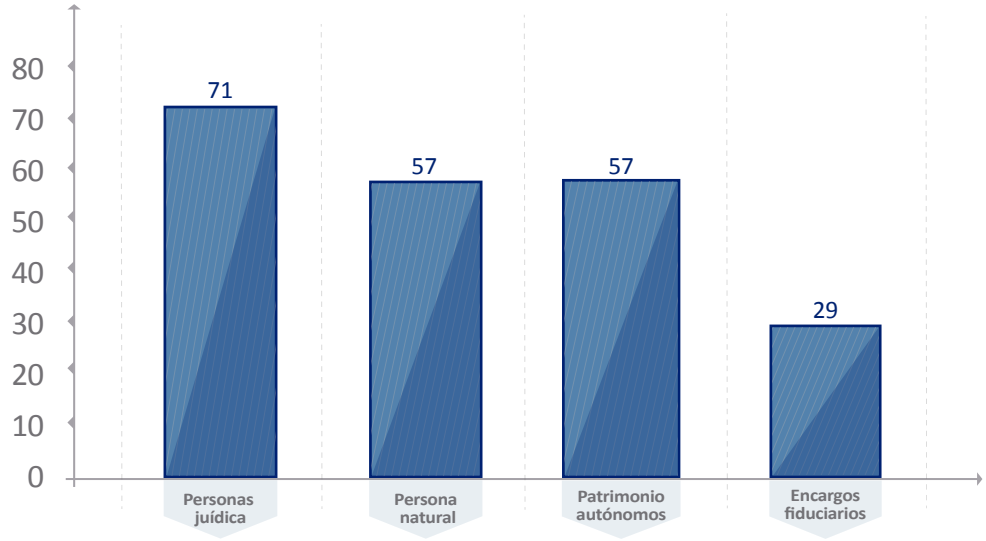


Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

3.3. Apreciación de los clientes

Entrando en la caracterización de los clientes, se encontró que un 71% de las fiduciarias entrevistadas tienen clientes corporativos (persona jurídica) y un 57% atienden a personas naturales y patrimonios autónomos. Tan solo un 29% tienen como clientes a encargos fiduciarios (ver gráfico 26).

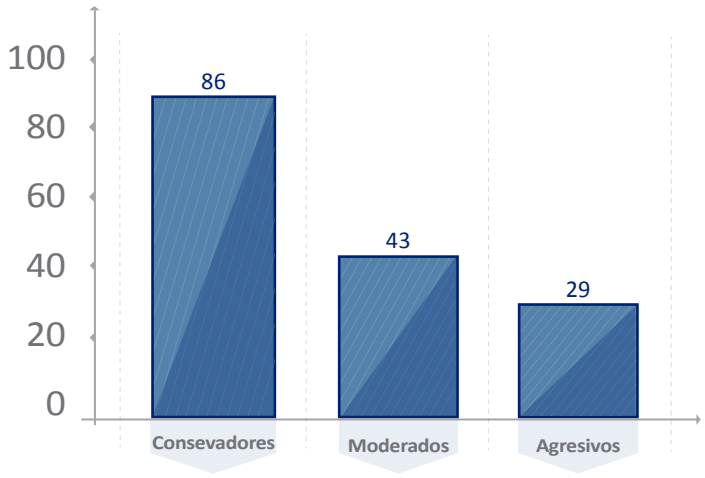
Gráfico 26. ¿Qué tipo de clientes maneja su empresa?
(% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

Por su parte, el perfil de riesgo del cliente fiduciario es principalmente conservador. Las fiduciarias encuestadas consideran que sus clientes tienen una alta aversión al riesgo (86% de respuestas afirmativas dijeron que el perfil de riesgo de sus clientes era conservador), ver gráfico 27. Esta es una razón por la que la mayoría de los fondos que se encuentran en el mercado local están conformados por productos básicos de bajo riesgo-volatilidad (v. gr. del mercado monetario y de renta fija). A lo anterior es posible agregarle el escaso conocimiento financiero del público colombiano, que evita que existan o se promuevan fondos de mayor complejidad. Aquí, las fiduciarias relacionadas con bancos privados, al manejar un mayor número y diversidad en sus clientes, señalaron que poseen clientes de los diferentes perfiles de riesgo.

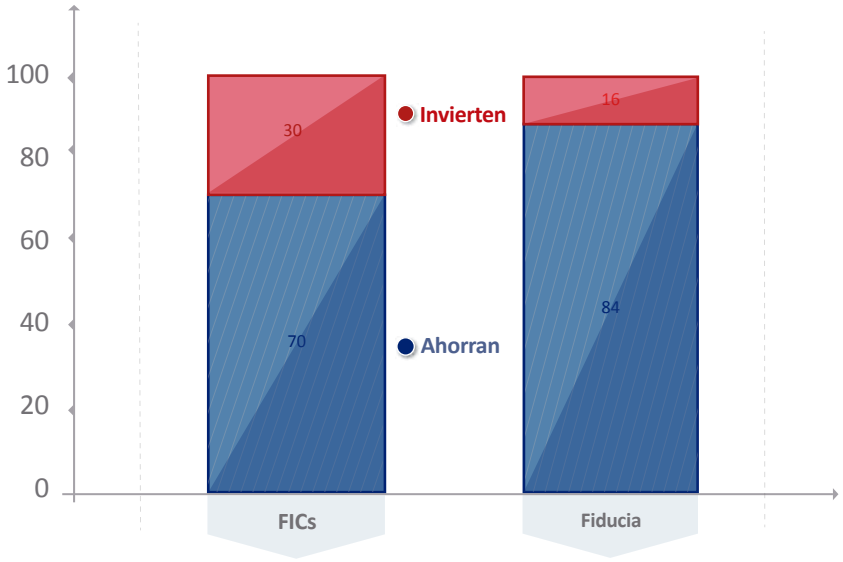
Gráfico 27. ¿Cuál es el perfil de riesgo de sus clientes?
(% respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif

La baja educación financiera impide la comprensión del público general de conceptos financieros básicos como el ahorro o la inversión (ver Anif, 2016a). A partir de esto, se les preguntó a las diferentes fiduciarias qué porcentaje de sus clientes ahorran o invierten. Se encontró que en el segmento FIC el porcentaje de clientes que identifican como inversionistas es superior al del negocio fiduciario (30% de los clientes invierten en FICs vs. 16% de los clientes invierten en fiducias), ver gráfico 28. Sin embargo, se observa una alta preferencia por el ahorro entre los clientes FICs y de fiducias (70% de los clientes ahorran en FICs vs. 74% de los clientes ahorran en fiducias). Esto refleja el bajo nivel de riesgo de los clientes, que prefieren el ahorro a la inversión, donde el segundo implica aceptar cierto grado de incertidumbre.

Gráfico 28. ¿Qué porcentaje de sus clientes ahorran-invierten ?
(% del total)

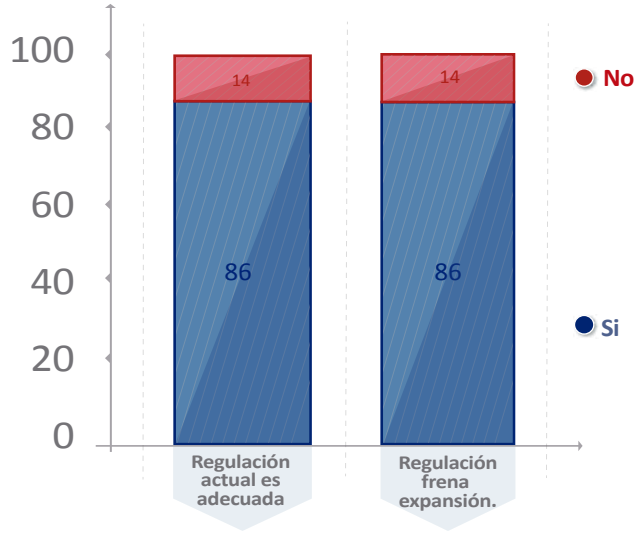


Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

3.4. Apreciación de la regulación

Finalmente, en la sección sobre la apreciación de la regulación y el mercado, se encontró que el 86% de las fiduciarias encuestadas consideran que la regulación actual es adecuada. Lo curioso es que dicho porcentaje aclaró que existen ciertos aspectos de la regulación que todavía frenan la expansión del negocio de FICs (86% del total), ver gráfico 29.

Gráfico 29. ¿Regulación FICs es adecuada? ¿Frena expansión?
(% del total)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif

En síntesis, por medio de entrevistas a actores claves del mercado fiduciario-FICs se logra realizar una caracterización desde varios frentes. Se resalta la importancia de los FICs para las fiduciarias en términos de rentabilidad, eficiencia y número de clientes frente a las otras líneas de negocio. Además, se encuentra un alto nivel de competencia tanto en fiducias como en FICs, donde las fiduciarias relacionadas con los bancos privados se perfilan como la competencia más fuerte para todos los actores. Igualmente, se refleja la alta aversión al riesgo del cliente fiduciario, llevando a que los porcentajes de ahorro sean bastante superiores frente a los de inversión. Finalmente, aunque la mayoría de los encuestados considera que la regulación actual es adecuada, encuentra algunos limitantes normativos a la expansión de los FICs, lo cual se explicará detalladamente en el capítulo 3 del presente documento.

II. Caracterización del mercado de capitales local

Luego de dimensionar la importancia de los FICs en el negocio fiduciario en términos de rentabilidad, número de clientes y eficiencia en su gestión, este capítulo identifica el papel de los FICs en el mercado de capitales local. Para ello, en la primera sección se analiza la evolución del mercado de capitales colombiano durante los últimos años, haciendo énfasis en los productos más representativos: renta variable y renta fija. Posteriormente, en la segunda sección se estudia el desarrollo de los FICs desde su perspectiva regulatoria y su tamaño relativo. Este análisis permitirá determinar el nivel de profundización del mercado de capitales local y el grado de utilización de sus productos de ahorro-inversión más importantes.

1. Profundización del mercado de capitales colombiano

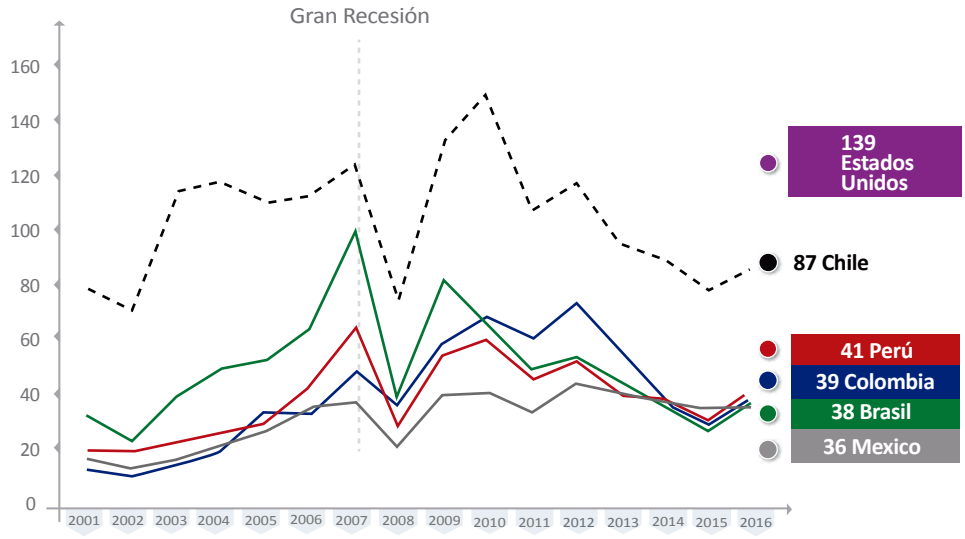
En Colombia, el mercado de capitales ha registrado importantes avances durante los últimos años, tanto a nivel regulatorio como de habilitación de nuevos instrumentos de ahorro-inversión. Allí se destaca la Ley 964 de 2005, la cual introdujo importantes cambios institucionales (como la creación del Autorregulador del Mercado de Valores) y sentó las bases para el desarrollo de algunos mercados (como el de derivados), ver Anif, 2014a. Pese a dichos avances, el grado de profundización del mercado de capitales local todavía es bastante bajo frente al observado en algunos referentes regionales. A continuación, analizaremos los principales instrumentos financieros del mercado local con algo de detalle.

1.1. Renta variable local

A partir de los avances regulatorios de 2005 (ya comentados), el mercado accionario local tuvo un excelente comportamiento entre 2006-2012. En efecto, la capitalización bursátil (en dólares) local pasó del 35% del PIB en 2006 al 74% en 2012, ver gráfico 30. En buena medida, este desempeño de Colombia tuvo que ver con la semi-separación de los mercados bursátiles emergentes frente a los de los países desarrollados y al mejor desempeño que registró Colombia durante 2007-2012, período en el que el país obtuvo el grado de inversión (2011) e incluso logró movimientos en la perspectiva de las calificadoras S&P y Fitch de “neutral” a “positivo” (ver Anif, 2013c). Así, mientras

que los mercados bursátiles emergentes mostraron rentabilidades promedio del 11% anual durante 2007-2012, los de los mercados desarrollados tan solo arrojaron un 2% anual.

Gráfico 30. Capitalización bursátil en América Latina
(% del PIB en dólares, mayo de 2016)

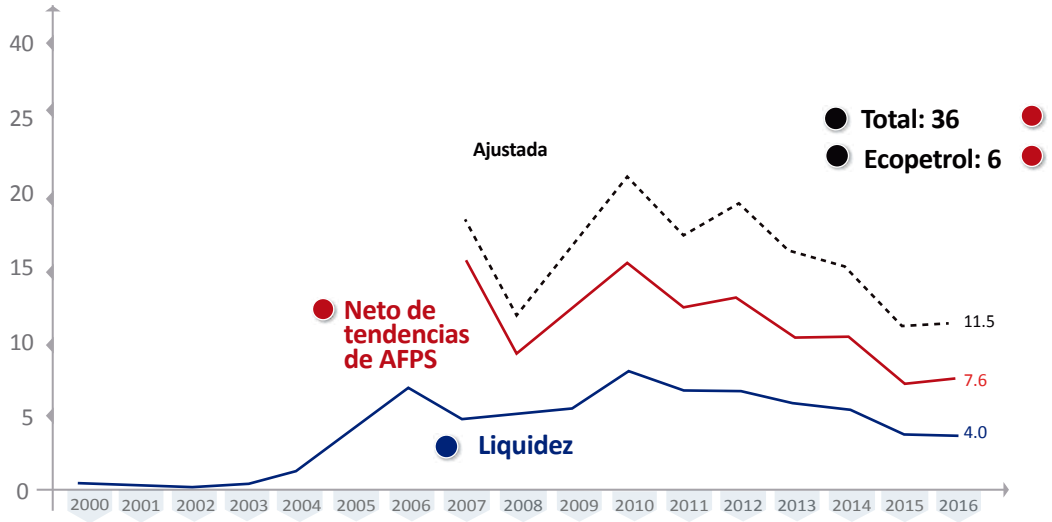


Fuente: Cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y FMI.

Sin embargo, la capitalización bursátil de Colombia (en dólares) se redujo sustancialmente y alcanzó el 39% del PIB en mayo de 2016. Allí han incidido los malos resultados de las firmas minero-energéticas locales, debido al desplome petrolero (50%-60% en el precio desde mediados de 2014) y del carbón (-30%), pero también ha habido "contaminación" sobre el resto de sectores. Ello igualmente refleja las debilidades estructurales de la economía colombiana, destacándose: i) el "fin anticipado del auge minero-energético", tanto en precios como en volúmenes; ii) la pérdida de competitividad del agro y la industria; y iii) la elevada concentración exportadora en commodities (67% del total), ver Anif, 2015b.

Esto deja a Colombia con niveles de profundización accionaria algo inferiores a los de Perú (41% del PIB en mayo de 2016), aunque marginalmente superiores a los del colapsado Brasil (38%) y México (36%). No obstante, dichos resultados dejan mucho que desear frente a lo logrado en Chile (87%) o en Estados Unidos (139%). De hecho, si se computa en dicho indicador de Colombia únicamente la porción emitida por las firmas, la capitalización bursátil efectiva del país tan solo ascendió al 12% del PIB en abril de 2016, señalándonos que aún queda mucho camino por recorrer (ver gráfico 31).

Gráfico 31. Capitalización bursátil en Colombia
(% del PIB en pesos, mayo de 2016)



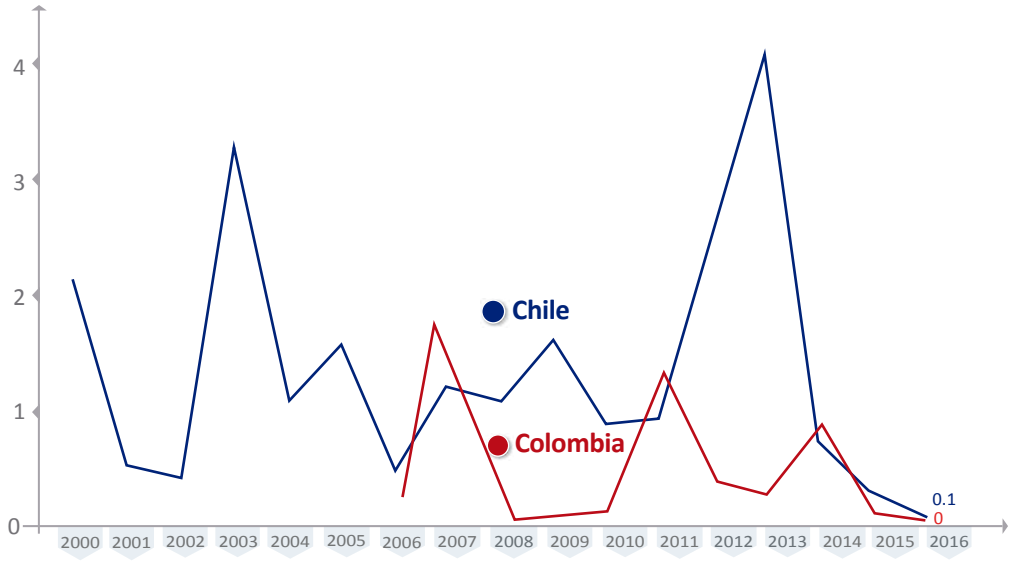
*Al corte de Abril de 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en Federación de bolsas y BVC

A esto se suman los bajos niveles de liquidez de la renta variable local. En efecto, el indicador de liquidez se redujo del 8% del PIB en 2010 al 4% en mayo de 2016, evidenciando los bajos niveles de negociación de este instrumento en el mercado de capitales local.

Asimismo, las emisiones de renta variable en Colombia han mostrado altibajos, pues tras su récord

en 2007 (1.9% del PIB, sobresaliendo el 10% de acciones de Ecopetrol), en el período 2008-2016 tan solo alcanzaron un promedio del 0.3% del PIB, ver gráfico 32. Solo se registraron repuntes al ascender al 1.4% del PIB en 2011 y al 0.9% del PIB en 2014, pero en 2015-2016 dichas emisiones volvieron a ser muy bajas (cercanas al 0.03% del PIB). Esta actividad accionaria de Colombia todavía está por debajo de la observada en Chile, donde las emisiones primarias promediaron un 1.3% del PIB durante 2006-2016, mientras que en Colombia esa cifra fue apenas del 0.5% del PIB.

Gráfico 32. Colocación de acciones
(% del PIB, mayo de 2016)



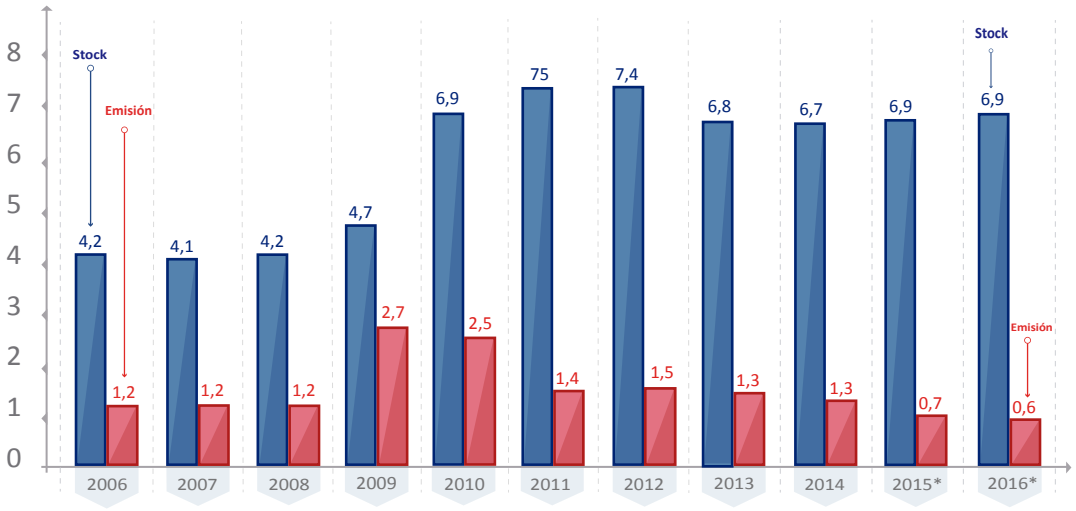
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, BVC y Dane.

1.2. Renta fija corporativa

El mercado de renta fija corporativa también evidenció una fase ascendente en 2006-2012. En efecto, el stock de bonos corporativos aumentó del 4.2% del PIB en 2006 al 7.5% del PIB en 2011 (ver gráfico 33). Sin embargo, dicho mercado ha perdido dinamismo y su stock apenas llegó a niveles aproximados al 7% del PIB en 2015-2016. Estos niveles de profundización de los títulos de renta fija corporativa privada son cercanos a los de Perú (7% del PIB), pero se alejan considerablemente de los observados en México (18%), Brasil (32%) y Chile (40%).

Tampoco ha sido muy exitosa en Colombia la profundización en materia de emisiones de bonos corporativos. En efecto, dichas colocaciones representaron solo $4.7 billones (1.2% del PIB) en

Gráfico 33. Emisiones y stock de bonos corporativos en Colombia (% del BIP, mayo del 2016)



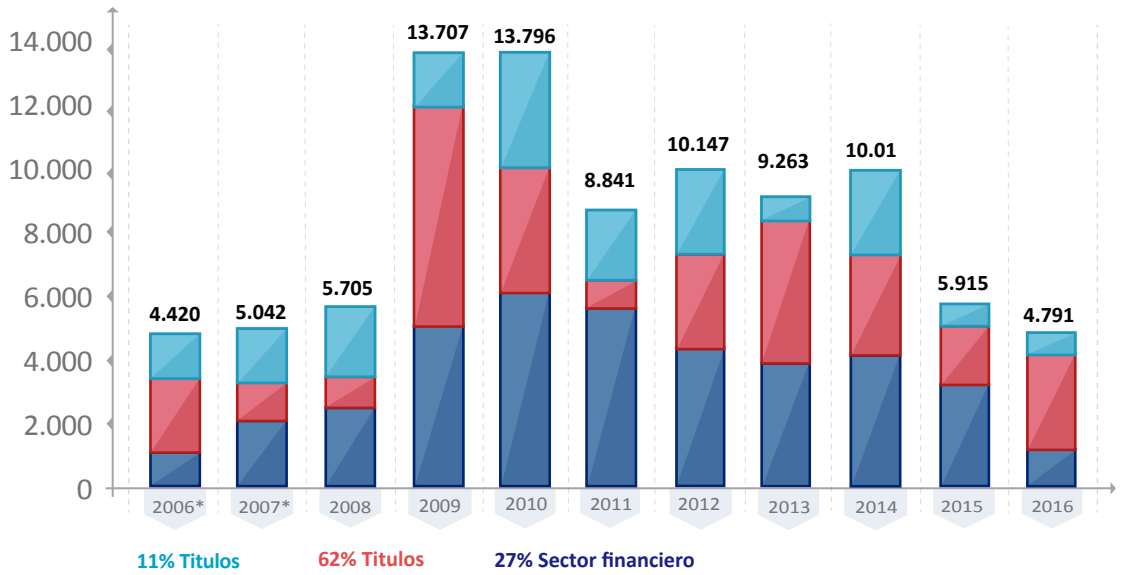
* El stock de bonos corporativos fue estimado para 2015 y 2016.
Fuente: Cálculos Anif con base en BVC

2006 y cerca de $10 billones (1.3% del PIB) en 2014 (ver Anif, 2010), después del pico de $13.8 billones (2.5% del PIB) en 2010, ver gráfico 34. Por cuenta de la desaceleración económica, esas emisiones se redujeron a $5.9 billones (0.7% del PIB) en 2015, a pesar de la favorable oportunidad de financiamiento corporativo de largo plazo y a tasas reales históricamente moderadas. Otro factor que ha incidido en estos resultados es la preferencia del sector financiero para financiarse con CDTs y no con emisión de bonos corporativos (ver BVC, 2015). Por ejemplo, el sector financiero redujo su participación promedio en las emisiones de renta fija corporativa del 50% del total en 2010-2012 al 40% en 2014-2016.

Este estancamiento del mercado de renta fija corporativo se explica por: i) menores emisores e intermediarios; ii) reducción en la demanda por parte de los inversionistas locales y extranjeros; y

iii) deterioro en la formación de precios en el mercado secundario (ver BVC, 2015).

Gráfico 34. Clasificación de las emisiones de bonos corporativo en ($ miles de millones, junio de 2016)



* Sin incluir entidades terrioriales.
Fuente: Cálculos Anif con base en BVC

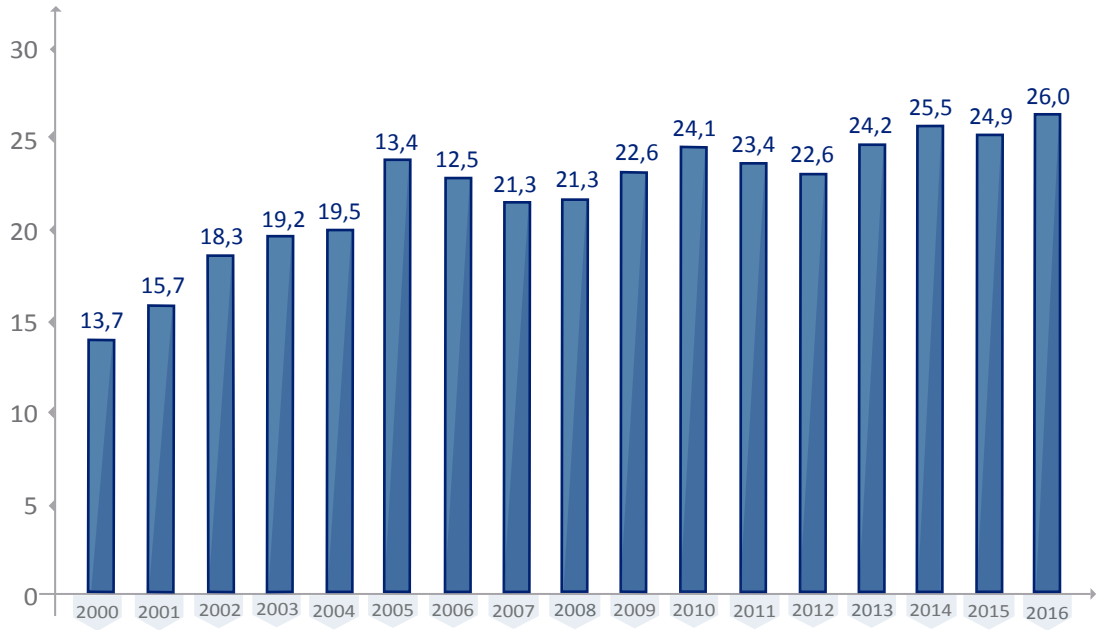
Para mejorar dicha situación, los principales gremios financieros vienen impulsando la "Hoja de Ruta para Potenciar el Mercado de Deuda Privada en Colombia". Dicha iniciativa busca: i) incrementar la eficiencia en los procesos de emisión de bonos; ii) promover la diversificación de emisores y títulos ofrecidos a los inversionistas; iii) apoyar la emisión de títulos de empresas de menor tamaño a través del desarrollo del mercado de riesgo en Colombia; iv) eliminar los desincentivos vigentes en la regulación para la inversión en activos diferentes a aquellos de alta calidad crediticia; v) desarrollar los vehículos de inversión que puedan absorber la emisión de títulos de los mercados de mayor riesgo; y vi) proponer modificaciones a nivel normativo con el objetivo de dinamizar esta actividad y promover la participación de los intermediarios financieros

(ver BVC, 2016).

1.3. Renta fija pública: TES

Contrario a lo observado en los mercados de renta variable y renta fija corporativa, el mercado de deuda pública parece ser el único que se ha venido consolidando en Colombia. Por ejemplo, el saldo de los TES clase B se incrementó del 23% del PIB ($86.2 billones) en 2006 al 26% del PIB ($198.6 billones) en mayo de 2016, duplicando su participación en el PIB frente a lo observado en el año 2000 (ver gráfico 35). En términos de negociación, los TES concentran cerca del 80% del volumen total transado en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante 2014-2016.

Gráfico 35. Saldo de los TES clase B
(% del PIB, mayo 2016)



Fuente: Cálculos Anif con base en Banco de la república

Este comportamiento del mercado de TES en los últimos años se ha visto favorecido por: i) la obtención del grado de inversión de Colombia en 2011; ii) el incremento del 3% al 8% en la ponderación de Colombia en el Índice de deuda soberana de J.P. Morgan (ver Anif, 2014b); y iii) la mejor lectura externa del mercado colombiano relativa a sus pares regionales (v. gr. Chile, Perú), donde Colombia ha registrado un crecimiento promedio del PIB-real del 4.1% en 2009-2015 frente al 2.8% de América Latina y el Caribe (ver Anif, 2015c).

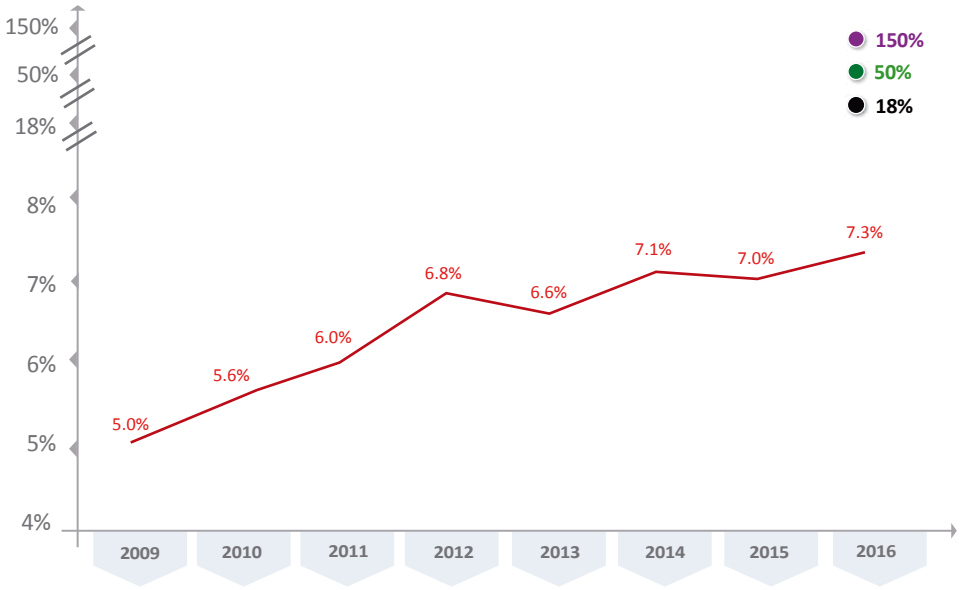
Sin embargo, dicho desempeño se ha visto afectado negativamente por: i) caídas del 50%-60% en los precios del petróleo desde mediados de 2014, generando una tensa situación fiscal durante 2016-2017, gracias a los faltantes estructurales cercanos al 3% del PIB (ver Anif, 2016b); y ii) desbordes inflacionarios que llevaron la inflación al 6.8% al cierre de 2015 (por encima del rango-menta del 2%-4% de largo plazo).

De esta manera, el mercado de capitales colombiano muestra un bajo nivel de profundización aún en sus instrumentos más utilizados. Esto evidencia que el precario grado de profundidad-sofisticación del mercado de capitales local es uno de los aspectos que ayuda a explicar el bajo uso de los FICs en Colombia. En el resto del documento abordaremos justamente las posibilidades de aprovechar el potencial de los FICs para desarrollar el mercado.

2. Los FICs en el mercado de capitales local

El valor de los activos de los FICs ha venido creciendo al pasar de representar el 5% del PIB ($25.4 billones) en 2009 al 7% del PIB ($56.4 billones) en 2015. Al corte de marzo de 2016, el valor de dichos activos fue del 7.3% del PIB ($60 billones), ver gráfico 36. Asimismo, se ha incrementado el número de fondos vigentes en un 40% (pasando de 229 FICs en 2009 a 321 a marzo de 2016).

Gráfico 36. Valor de los activos de los FICs (% del PIB)



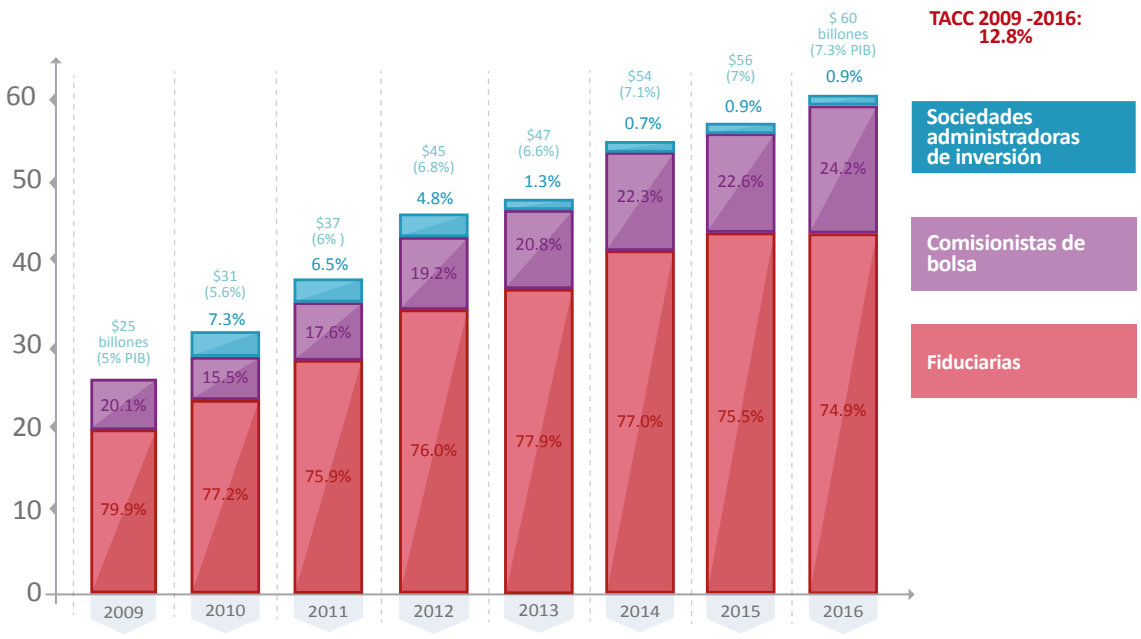
Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.

Por tipo de Sociedad Administradora de FICs (SAFIC), las fiduciarias son las más representativas. A marzo de 2016, estas entidades administraron el 75% de los activos de los FICs ($44.9 billones), seguidas por las comisionistas de bolsa (24.2%; $14.5 billones) y las sociedades administradoras de inversión (0.9%; $0.6 billones), ver gráfico 37. No obstante, las comisionistas de bolsa han venido ganando importancia dentro de este negocio. Allí incidió la cesión del ETF iColcap que realizó Cititrust a la comisionista de bolsa Citivalores en 2015. En efecto, la participación aumentó del 16% en 2010 al 24% en 2015-2016, mientras que la de las sociedades administradoras de inversión se redujo del 7.3% al 1% y la de las fiduciarias lo hizo del 77% al 75%.

Un tipo de FIC que ha venido ganando importancia en la industria local son los FCPs. Estos

Dichos instrumentos han pasado de representar cerca del 4% del total de activos FIC al 15% en 2010-2016. En particular, el valor de los activos de los FCPs se incrementó del 0.3% del PIB ($1.6 billones) en 2010 al 1.1% del PIB ($9.1 billones) al corte de marzo de 2016. De este total, las fiduciarias administran el 75%, las comisionistas de bolsa el 21% y las sociedades administradoras de inversión el restante 4%. Respecto al número de FCPs que operan a nivel local, este ha aumentado considerablemente, pasando de 4 FCPs vigentes en 2009 a 151 en julio de 2016.

Gráfico 37. Activos de los FICs por tipo de sociedad administradora
(% billones de pesos, % del total)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.

Pese a sus avances regulatorios y su buen dinamismo de mercado, los niveles de utilización doméstica de los FICs siguen siendo bastante bajos frente a los referentes de la industria en la región (ver Anif, 2014a). Por ejemplo, el valor de los activos administrados por los FICs en Chile representa cerca del 18% del PIB, en Brasil el 50% y en los Estados Unidos el 150% frente al

precario 7.3% del PIB de Colombia (ya comentado). Además, solo el 3% del total de la población colombiana invierte en FICs frente al 12% en Chile y al 29% en Estados Unidos.

Como comentamos, estos resultados evidencian que los FICs no son ajenos a la baja profundización que caracteriza a los mercados de acciones y de renta corporativa local. Recordemos que la capitalización bursátil (en dólares) de Colombia ascendió al 39% del PIB al corte de mayo de 2016 frente al 87% de Chile. De hecho, al incluir la porción de acciones efectivamente emitidas por las firmas, dicha capitalización apenas alcanzó el 12% del PIB. A ello se suman los bajos niveles de liquidez de dicho mercado en la BVC (4% del PIB). Por su parte, la renta corporativa se ha estancado pues el stock de bonos apenas se aproxima al 7% del PIB (vs. el 40% de Chile) y sus emisiones se han reducido hacia el 0.7% del PIB (vs. el pico del 2.7% del PIB en 2009). Solo el mercado de deuda pública parece consolidarse actualmente, pues el saldo de los TES llega al 26% del PIB y dicho instrumento es el de mayor liquidez (concentrando cerca del 80% del volumen total transado en la BVC en 2014-2016).

Curiosamente, esa baja penetración local de los FICs y la renta variable local, no parece obedecer a limitaciones regulatorias específicas (pues en el caso de la deuda corporativa todavía queda algún camino por recorrer en materia normativa), sino más bien a factores estructurales relativos a la informalidad de nuestros mercados y a la baja tasa de ahorro de los hogares, actualmente bordeando el 10% de su ingreso disponible. Otro factor que incide negativamente sobre estos bajos índices de ahorro tiene que ver con la falta de alfabetismo financiero del grueso de los consumidores (ver Anif, 2014c). Por ejemplo, según Banca de las Oportunidades y la Superintendencia Financiera (2015), tan solo un 3% de la población colombiana ha recibido educación financiera (ver Anif, 2016a).

Evidencia de ello es una "ciega preferencia" por instrumentos tradicionales de ahorro prácticamente "a la vista'', lo cual no solo ubica a los FICs por debajo de la "frontera de posibilidades", sino que inhibe la extensión de la curva de rendimientos de la función de inversión. Por ejemplo, durante 2006-2016, los depósitos en cuentas de ahorros se incrementaron del 13% al 20% del PIB y los CDTs aumentaron del 9% al 17% del PIB. Así, el M3 alcanza el 52% del PIB en 2016 (vs. 35% en 2006), niveles bastante superiores a reportados para los FICs (7.3% del PIB), las

acciones (12%) y los bonos corporativos (7%). De esta forma, se corrobora el posicionamiento de los vehículos tradicionales de ahorro frente a los principales instrumentos financieros que se encuentran en el mercado de capitales local.

III. Diagnóstico del mercado de FICs en Colombia

En el capítulo anterior se analizó cómo los FICs han venido ganando importancia dentro del mercado de capitales local durante los últimos años, donde sus portafolios han llegado a representar cerca del 7.3% del PIB. Gran parte de este comportamiento obedece a las mejoras regulatorias realizadas recientemente tendientes a promover la utilización de estos vehículos de ahorro-inversión a nivel doméstico.

Pese a ello, el grado de profundización local de los FICs sigue siendo inferior frente a lo observado en otros referentes regionales. Por ejemplo, en Chile, los recursos de estos instrumentos representan cerca del 14% del PIB, mientras que en Brasil se registran valores del 50% del PIB.
En este capítulo se realiza un diagnóstico del mercado local de FICs, con el fin de identificar sus fortalezas y debilidades. Para esto, se referencian, a manera de contexto general, los cambios normativos más importantes que introdujo el nuevo marco regulatorio de estos vehículos a nivel doméstico. Luego, se analizan las fortalezas y debilidades de los FICs desde el punto de vista regulatorio, de infraestructura de mercado, de oferta y de demanda. Por último, se formulan algunas recomendaciones dirigidas a mitigar los "cuellos de botella" identificados en este diagnóstico.

1. Marco regulatorio de los FICs

El Decreto 1242 de 2013 estableció el actual marco normativo de los FICs. Anteriormente, estos instrumentos venían siendo regulados por los Decretos 2175 de 2007 y 4805 de 2010, incorporados en el Decreto 2555 de 2010 (ver Anif, 2012). Dicha normatividad pretende promover la utilización de los FICs como mecanismos de ahorro e inversión en el mercado de capitales local, para lo cual está sustentada en la necesidad de acoger estándares internacionales para esta industria. Así, junto con el Decreto 1243 de 2013 sobre custodia de valores, se adoptan las mejores

prácticas en materia de gestión, transparencia y seguridad para la administración de recursos colectivos. Asimismo, se pretende establecer un lenguaje común al interior de dicho sector (ver Anif, 2013a).

Los principales aspectos introducidos por esta normatividad se resumen a continuación:

Con la regulación anterior, la clasificación de los FICs obedecía a dos criterios: i) la posibilidad de redimir las participaciones; y ii) el plan de inversión (ver Anif, 2012). Actualmente, los FICs se clasifican únicamente de acuerdo con la forma en la que se redimen las participaciones de los aportantes. Así, existen dos tipos de FICs: i) los abiertos, donde la redención se puede realizar en cualquier momento (aunque en el reglamento se podrían acordar pactos de permanencia mínima para dicha redención); y ii) los cerrados, donde la SAFIC solo está obligada a realizar la redención al finalizar el plazo de inversión del FIC y dicho plazo no puede ser inferior a 30 días (aunque en el reglamento se podrían acordar plazos determinados para la redención), ver cuadro 2.

Aspectos	Antes (Decretos 2175 de 2007 y 4805 de 2010)	Vigente (Decreto 1242 de 2013)
Adopción de estándares internacionales en materia de gestión y transparencia.	No	Sí
Introducción del mecanismo de tipos de participación	No	Sí
Adopción de estándares internacionales en materia de gestión y transparencia.	Sí	No
Clasificación de acuerdo con el plan de inversión	Sí	No
Compartimientos de los FICs	No	Sí
Familias de FICs	No	Sí
Definición del deber de asesoría especial	No	Sí
Segregación de la distribución especializada	No	Sí
Cuentas ómnibus	No	Sí
Ampliación de los activos aceptables para invertir	No	Sí *(commodities, derivados y proyectos inmobiliarios)*
Especialización de las actividades asociadas al funcionamiento de los FICs: administración, gestión, custodia y distribución	No	Sí

Cabe destacar que un FIC siempre será abierto, a menos que su reglamento especifique otra cosa.

Se crea el mecanismo de "tipos de participación", con el cual dentro de un FIC se pueden establecer reglas en materia de comisiones de administración y de aportes-redención de las participaciones. Asimismo, se elimina la obligatoriedad de que un FIC cuente con un Contralor Normativo (ver Asofiduciarias, 2014).

Con relación al plan de inversión, se especifican las características de los distintos tipos de FICs según la destinación de sus recursos (mercado monetario, inmobiliarios, bursátiles y fondos de capital privado-FCPs), pero no se exige que estos deban clasificarse con base en dicho criterio. Asimismo, se eliminan los FICs de margen y de especulación.

Cabe anotar la ampliación de la definición de los FICs inmobiliarios, destacándose lo siguiente: i) pasan de ser fondos abiertos y escalonados a ser únicamente fondos cerrados; ii) la concentración mínima de activos admisibles aumentó del 60% del total al 75%; iii) se tienen como nuevos activos admisibles las participaciones de FICs inmobiliarios locales, los proyectos inmobiliarios domésticos-externos y las acciones locales-externas que inviertan en el sector inmobiliario; y iv) el fondo puede celebrar contratos de explotación de bienes inmuebles (v. gr. bienes patrimoniales entregados en fiducia), de aseguramiento y de prestación de servicios (v. gr. cuidar inmuebles).

Los nuevos activos aceptables para invertir son: i) commodities; ii) derivados de inversión, los cuales deben ser compensados-liquidados por una cámara de riesgo central de contraparte, entre otros aspectos; y iii) proyectos inmobiliarios.

Se eliminó el concepto de "compartimientos" para los FICs (con excepción de los FCPs), el cual definía compartimientos de un FIC bajo un único reglamento, pero con planes de inversión distintos para cada uno (ver Asofiduciarias, 2014).

se crean las "familias de fondos", las cuales permiten agrupar varios FICs. Este concepto busca

facilitar su proceso de autorización y mejorar el desarrollo de las actividades relacionadas con su funcionamiento. Al respecto, debe tenerse en cuenta que los activos de cada uno de los FICs que componen una familia son patrimonios independientes y separados.

Para que un grupo de FICs pueda conformar una familia, sus inversiones deben destinarse a: i) activos tradicionales, tales como acciones y/o bonos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o que se encuentren listados en sistemas de cotización extranjeros, siempre y cuando no existan operaciones de naturaleza apalancada; ii) fondos bursátiles que repliquen índices de mercado reconocidos por la Superintendencia Financiera (SF) y donde no existan operaciones apalancadas; y iii) fondos inmobiliarios, cuya destinación de las inversiones debe ser determinada por la SF.

Todos los FICs deben pedir autorización a la SF para su constitución. Sin embargo, bajo la figura de "familias de fondos", únicamente la familia de FICs, propiamente dicha, y el primer FIC perteneciente a la misma, deben ser autorizados por la SF. Así, los otros FICs que entren a formar parte de la familia ya autorizada no deberán adelantar dicho trámite, aunque sí deben informar a la SF sobre su creación. Esto permite hacer más expedita la autorización de dichos vehículos. Cabe destacar que los FICs que invierten en activos no tradicionales, como commodities y facturas, no pueden conformar familias de fondos.

Se define el deber de asesoría especial, el cual es un mecanismo que permite realizar recomendaciones individuales a los clientes inversionistas (aquellos que no tienen la calidad de inversionistas profesionales) para que estos tomen decisiones informadas sobre sus inversiones (v. gr. vinculación-salida de un FIC), basadas en sus necesidades de inversión y en su perfil de riesgo.

La asesoría especial debe ser prestada cuando: i) la naturaleza y riesgos propios del producto ofrecido lo requieran, circunstancias que están definidas por la SF; ii) el cliente inversionista lo solicite; y iii) se promocionen FICs apalancados. Dicha asesoría se presta durante las etapas de promoción, vinculación, vigencia y redención de la participación en un FIC. Además, únicamente puede ser prestada por un profesional certificado por un organismo

autorregulador e inscrito en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

Respecto a las operaciones apalancadas que pueden realizar los FICs, se establece que estas permiten ampliar la exposición del portafolio por encima del valor del patrimonio. Anteriormente, dichas operaciones se podían realizar en los fondos de margen y de especulación. Sin embargo, ahora se permite a todos los fondos realizar este tipo de operaciones, siempre y cuando se defina en sus reglamentos.

Adicionalmente, se establece que la exposición en las mencionadas operaciones no puede superar el 100% del patrimonio del FIC. Dentro de estas operaciones, únicamente se contemplan las siguientes: i) ventas en corto; ii) simultáneas o repos pasivos; iii) operaciones de endeudamiento; iv) operaciones sobre instrumentos derivados; y v) cuentas de margen.

Uno de los aspectos más importantes introducidos por la nueva regulación tiene que ver con la especialización de las actividades relacionadas con el funcionamiento de los FICs. Anteriormente, las Sociedades Administradoras de FICs (SAFICs) realizaban todas estas actividades. Actualmente, dichas actividades han sido definidas rigurosamente, siguiendo los estándares internacionales, con el fin de: i) mejorar la calidad de los servicios y productos de los FICs; ii) eliminar los conflictos de interés; iii) reducir los costos de inversión; y iv) ampliar el acceso a estos vehículos.

Dichas actividades son:

- Administración: Comprende desde el manejo administrativo hasta la contratación y entrega en custodia de los valores que integran el portafolio del FIC. Esta actividad la desarrollan las SAFICs. Las únicas entidades habilitadas para realizar dicha actividad son las comisionistas de bolsa, las fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión locales.

- Gestión: Está relacionada con la toma de decisiones de inversión de los FICs, así como con la identificación, medición y gestión de los riesgos asociados a sus portafolios. Esta actividad puede ser realizada por la SAFIC del fondo o puede delegarse voluntariamente en un gestor de portafolios externo (otra SAFIC) o extranjero (que debe ser experto en la administración del

portafolio correspondiente). Cuando el gestor es un extranjero, la responsabilidad de gestión es de la SAFIC.

- Custodia: Se relaciona con el cuidado y vigilancia de los activos puestos en custodia, para cumplir las operaciones de mercado sobre dichos valores. Las SAFICs deben contratar esta actividad obligatoria e independientemente con las sociedades fiduciarias, según lo establecido en el Decreto 1243 de 2013 (ver Anif, 2013d).

- Distribución: Hace referencia a las acciones tendientes a promocionar los FICs para vincular inversionistas a los mismos. Esta actividad puede ser desarrollada por la SAFIC correspondiente o puede ser delegada voluntariamente a un distribuidor especializado (DE). La distribución puede llevarse a cabo de manera general o especializada (nuevo mecanismo). La primera se refiere a la promoción de los FICs enfocada en los clientes individuales, mientras que la distribución especializada se realiza a nivel grupal. En este último caso, dicha labor es adelantada por un DE, el cual puede ser una SAFIC, distinta a la encargada de la actividad de administración del fondo respectivo, o un establecimiento bancario. Dicha promoción se realiza a través de cuentas ómnibus (COs), las cuales son administradas por un DE y agrupan a varios clientes registrados previamente ante la entidad distribuidora. Con las COs, el DE actúa a nombre propio y por cuenta de los de los clientes que representa, constituyéndose como un inversionista de un FIC.

2. Fortalezas

De acuerdo con la "Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs" realizada a algunos jugadores representativos de la industria fiduciaria local (referenciada en el capítulo 1), se identificaron las siguientes fortalezas del mercado local de FICs:

i). Se perciben elevados niveles de competencia y eficiencia al interior de la industria, particularmente entre los grandes actores.

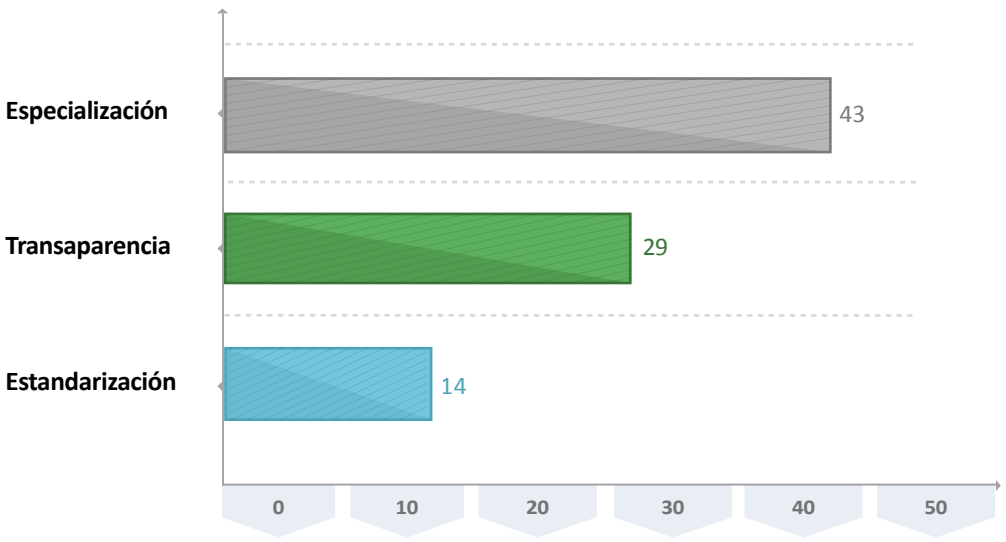
ii). Es un segmento donde se podrían aprovechar importantes economías de escala-alcance en

todas sus actividades (administración, gestión, custodia y distribución) para generar valor-rentabilidad. En el caso específico de la distribución, dichas ventajas son propicias para incrementar los niveles domésticos de inclusión financiera.

iii). Son vehículos con gran capacidad de negociación sobre los retornos de sus inversiones (v. gr. tasa de interés sobre sus CDTs en los bancos), dada la magnitud de sus portafolios.

iv). La nueva regulación sobre la materia se considera adecuada, pues mejora aspectos relacionados con: i) la especialización; ii) la transparencia; y iii) la estandarización de actividades y productos (ver gráfico 38).

Gráfico 38. ¿ Qué aspectos de la regulación de los FICs son adecuados?
(% de respuestas afirmativas)

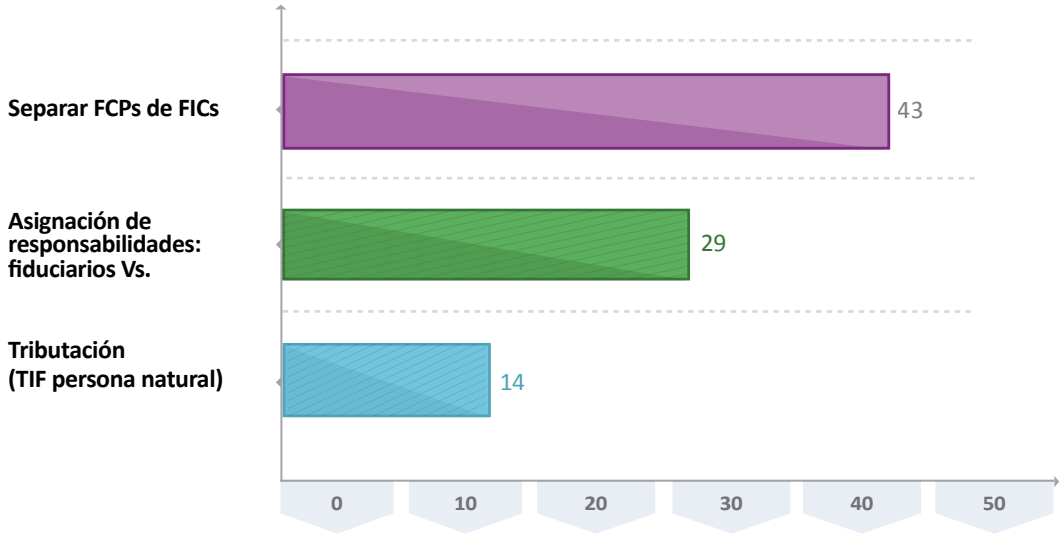


Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

Pese a esto, es necesario separar la normatividad de los FICs de la de los FCPs, dado que son dos

productos diferentes que responden a objetivos financieros bastante distintos (ver gráfico 39). En otras palabras, podría ser útil que los FCPs no sean considerados como FICs, definiendo un marco regulatorio diferente para ambos vehículos. Otra alternativa podría ser que los FCPs sean considerados como un tipo especial de FIC, estableciendo aspectos regulatorios específicos para dichos vehículos (como ocurre con la fiducia inmobiliaria). Estas propuestas podrían impulsar el mercado local de FICs y de FCPs.

Gráfico 39. Cambios necesarios en normatividad de los FICs
(% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

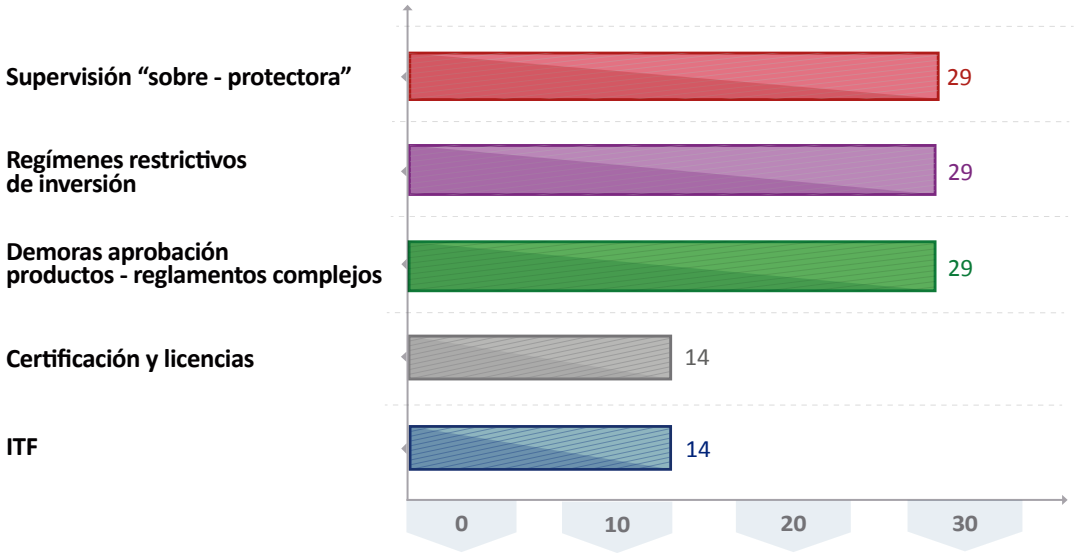
3. Debilidades

Con base en las mencionadas entrevistas, se lograron identificar las siguientes debilidades del mercado doméstico de FICs:

3.1. Regulación y supervisión

Supervisión "sobre-protectora": La labor de supervisión de la SF sobre el mercado de FICs muchas veces se lleva cabo de manera muy similar a la que se ejerce sobre los fondos de pensiones. Pese a que ambos vehículos "administran" recursos del público, la supervisión desconoce que su "vocación" es distinta (ver gráfico 40).

Gráfico 40. ¿ Qué aspectos de la regulación frenan a expansión de los FICs?
(% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

Respecto a los recursos que componen los FICs (vehículos de inversión por excelencia que se destacan a nivel internacional por sus considerables montos administrados frente a productos financieros tradicionales como las cuentas de ahorro), estos persiguen objetivos específicos de inversión, con plazos que pueden variar de acuerdo con las necesidades de los consumidores (v. gr. educación de los hijos, adquisición de activos fijos, generar valor con excedentes de liquidez, etc.).

Por su parte, los fondos de pensiones (vehículos de ahorro) se nutren de recursos que se invierten a largo plazo, con el fin de producir una "masa de ahorro" para la vejez.

Cuando la supervisión de los FICs no contempla la "vocación" de inversión de sus recursos, implícitamente se está desconociendo la relación directa que existe entre el riesgo y la rentabilidad de los activos financieros, la cual es fundamental para conseguir los objetivos que persiguen los consumidores con dichos vehículos.

Esta "supervisión sobre-protectora" se evidencia en las múltiples sanciones que se imponen a la industria por las pérdidas generadas por los FICs con inversiones más riesgosas, pero con mayor posibilidad de retorno (o de pérdida). Ello obedece a las quejas interpuestas por los consumidores, quienes previamente conocen el reglamento de estos instrumentos y sus riesgos asociados. Como se verá más adelante, gran parte de esta situación también se explica por la falta de educación financiera de los clientes.

De esta manera, la "supervisión sobre-protectora", al cumplir con su función de salvaguardar los recursos del público, termina muchas veces limitando el proceso de aprendizaje financiero de los consumidores. Todo esto desestimula el diseño e innovación de FICs, concentrando su oferta en productos de bajo riesgo-retorno.

Regímenes de inversión restrictivos para los inversionistas institucionales: Localmente, la entrada en operación del esquema de multifondos (Ley 1328 de 2009; Decretos 2373, 2949 y 2955 de 2010; Decreto 857 de 2011; y Decreto 709 de 2012) ha permitido explotar de mejor manera la frontera de posibilidades de inversión de los fondos de pensiones (ver Anif, 2013e). No obstante, los límites regulatorios que operan sobre las inversiones de estos agentes institucionales continúan siendo bastante restrictivos para la toma de posiciones en activos financieros con calificaciones crediticias de riesgo medio-alto, es decir, aquellas calificaciones por fuera de "grado de inversión".

Lo anterior termina condicionando la oferta de emisores a nivel local, incentivando la demanda institucional hacia activos de riesgo mínimo-bajo ("grado de inversión"). En consecuencia, los

emisores con mayor riesgo (y, por ende, con mayor retorno) quedan en desventaja por falta de demanda y liquidez de sus emisiones.

Ello dificulta el diseño de portafolios con alternativas de inversión que pueden ofrecer mayores relaciones de riesgo-rentabilidad. Por tales motivos, la industria de FICs no cuenta con suficientes opciones para diversificar sus productos. Así, la mayoría de dichos vehículos quedan conformados por los activos con mayor disponibilidad-liquidez en el mercado doméstico, los cuales proporcionan bajas combinaciones de riesgo-retorno. Como resultado, la oferta local de FICs queda concentrada en productos básicos (principalmente, en posiciones del mercado monetario), con baja capacidad de innovación-diferenciación-sofisticación.

Demoras en la aprobación de productos, de reglamentos y falta de soporte digital: La nueva normatividad sobre FICs busca hacer más expedita la aprobación de productos y sus reglamentos, particularmente en el caso de las "familias de fondos" (como ya se comentó). Sin embargo, los tiempos para dicho trámite por parte de la SF continúan siendo demasiado extensos. Estas demoras en la aprobación de productos-reglamentos (así como la incorporación de correcciones en los mismos) muchas veces ocasionan que la "oportunidad de negocio" se pierda para la industria.

Adicionalmente, la SF no permite que la industria de FICs proporcione los reglamentos a los clientes a través de medios digitales (soporte digital), pues es obligatorio entregarlos en físico. Ello hace más engorroso y costoso el proceso de información al consumidor sobre los productos en los que está invirtiendo.

Reglamentos de FICs de difícil entendimiento: En algunos casos, el cumplimiento de las disposiciones regulatorias establecidas por la SF lleva a que los reglamentos de los FICs sean muy extensos y estén escritos en un lenguaje bastante técnico a nivel financiero y jurídico. Ello dificulta su comprensión por parte de los consumidores, quienes deben entenderlos antes de tomar decisiones sobre invertir en FICs. Esto genera una "barrera de entrada" implícita a los consumidores, dados sus bajos niveles de educación financiera (como se verá más adelante), desincentivando la inversión en FICs.

Costos por certificación AMV de la "fuerza comercial": El nuevo marco normativo de los FICs (y las disposiciones de la SF que lo reglamentan) obliga a la red comercial de la industria a certificarse ante el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) como profesionales idóneos de dicho mercado, según lo dispuesto en el Decreto 2555 de 2010. Pese a que esa certificación busca elevar los estándares de profesionalismo del mercado local, su obtención implica elevados costos para las SAFIC, dada la magnitud de su fuerza comercial, particularmente para aquellas fiduciarias que comercializan estos productos a través de la red de sus bancos.

En consecuencia, dicha certificación encarece el proceso de promoción de FICs a nivel local, lo cual desincentiva su diseño-innovación y comercialización.

"Des-especialización" del mercado por mezcla de licencias financieras: Actualmente, las licencias de funcionamiento que se otorgan a las fiduciarias les permiten dedicarse a las fiducias (propiamente dichas) y al segmento de FICs. Sin embargo, esta mezcla de licencias financieras que se registra en el sector fiduciario puede inducir a una pérdida de incentivos para que existan entidades especializadas que se focalicen exclusivamente en las actividades relacionadas con los FICs (administración, gestión, custodia y distribución), tal como se observa a nivel internacional.

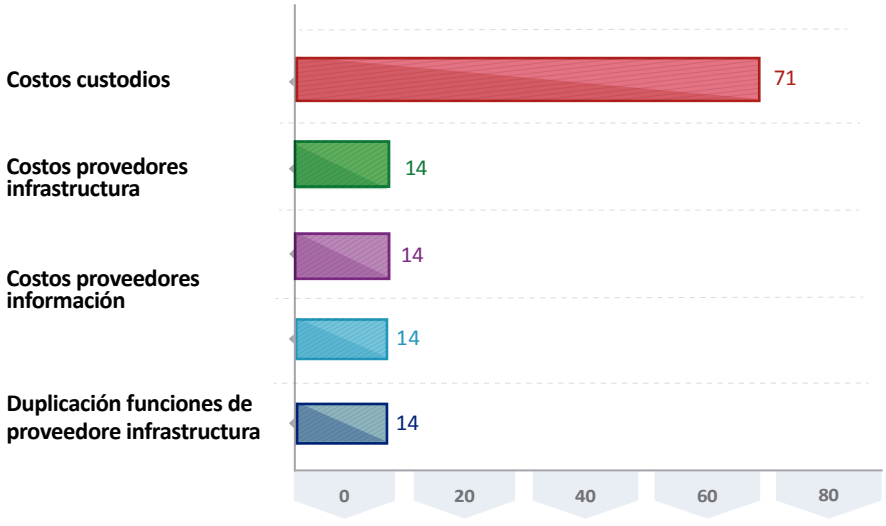
En algunas fiduciarias esta situación podría estar llevando a que los FICs operen como un producto que depende (a nivel de clientes, activos, etc.) de las fiducias ofrecidas, pese a que generan mayores ingresos. Con ello, al interior de ciertas fiduciarias, se podrían estar generando subsidios cruzados entre los negocios de fiducia y los FICs, desincentivando el diseño e innovación de estos últimos.

Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF ó "4x1.000"): Este impuesto limita de manera considerable el proceso de inclusión financiera local, pues desestimula la utilización de vehículos de ahorro-inversión ofrecidos por el sistema financiero formal, como es el caso de los FICs (ver Anif, 2015d). Ello obedece a que el ITF representa un costo implícito adicional por el uso de los mencionados instrumentos, especialmente en el segmento de personas naturales, drenando parte de su rentabilidad.

3.2. Infraestructura de mercado

Costos de los custodios: La nueva regulación de FICs propende por la especialización y la competencia en las actividades relacionadas con dicho mercado (administración, gestión, custodia y distribución). Como ya se referenció, en el caso particular de la custodia, dicha normatividad establece que las sociedades administradoras de FICs obligatoriamente deben contratar los servicios de esta actividad (salvaguardia de valores, compensación-liquidación de operaciones y administración de derechos patrimoniales) con las fiduciarias autorizadas por la SF para ofrecer este servicio. Pese a lo anterior, dentro de la industria local de FICs, se registran elevados costos por concepto de los custodios, dado que estos vienen operando como un oligopolio, pues únicamente 3 entidades de este tipo prestan sus servicios en el mercado doméstico (Cititrust, Corpbanca y BNP Paribas).En consecuencia, dichos costos se terminan transmitiendo al consumidor vía menor rentabilidad de sus inversiones en FICs (ver gráfico 41).

Gráfico 41. Problemas de la infrastructura del mercado de los FICs (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

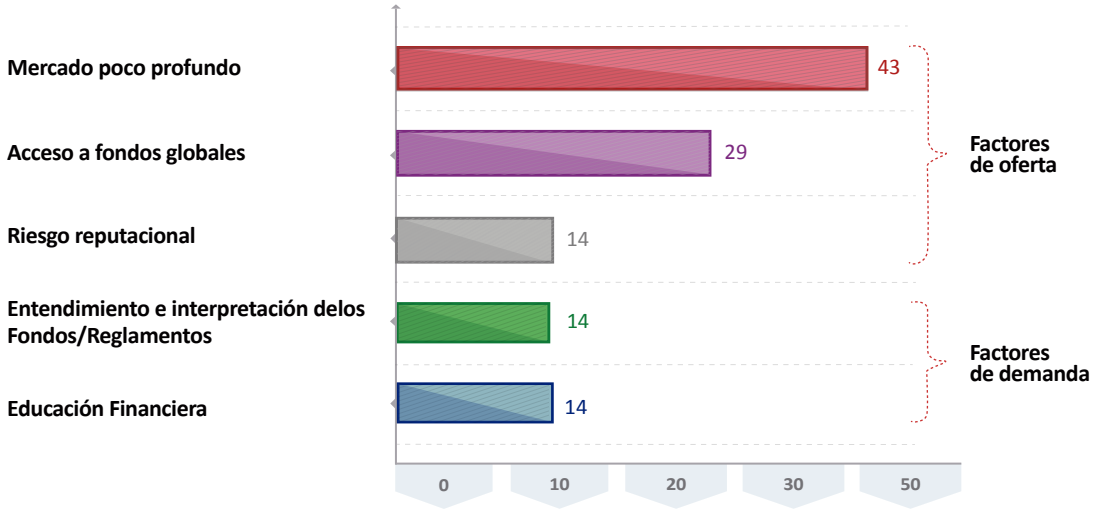
Costos de los proveedores de información: La industria de FICs percibe elevados costos por la información financiera necesaria para la valoración de los activos que componen estos instrumentos (curvas de referencia, precios, tasas de interés, etc.). Ello obedece a que el mercado local únicamente cuenta con 2 entidades especializadas en el suministro de esta información (Infovalmer y Proveedor Integral de Precios-PIP), lo cual sugiere un oligopolio en la prestación de este servicio. Dichos costos se transmiten directamente al consumidor, drenándole rentabilidad a sus inversiones.

Costos por no integración en los proveedores de infraestructura: El funcionamiento independiente de las plataformas de negociación y los depósitos de valores genera una duplicación de costos (tecnológicos y de recurso humano) en los procesos del mercado de capitales local. Sin embargo, la fusión de dichas plataformas es algo que ha estado en discusión recientemente. Estos costos, al igual que los ya referenciados, reducen la rentabilidad de las inversiones del consumidor.

3.3. Oferta del mercado

Riesgo reputacional por malas administraciones-gestiones: Localmente, se han evidenciado algunas experiencias negativas recientes en la administración-gestión de FICs, generando importantes pérdidas para los consumidores (v. gr. Fondo Premium de Interbolsa). Este riesgo reputacional ha permeado a toda la industria, estigmatizando sus productos (ver gráfico 42).

Gráfico 42. Factores de oferta y demanda que frenan la expansión de los FICs
(% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs - Anif.

En consecuencia, se registra un elevado grado de prevención por parte de los consumidores respecto a las alternativas disponibles en la industria de FICs, desestimulando la inversión en estos vehículos.

3.4. Demanda del mercado

Bajos niveles de educación financiera: Se evidencian bajos niveles de educación financiera, particularmente en el segmento de persona natural, lo cual dificulta el conocimiento-entendimiento respecto a los FICs y sus reglamentos (ver gráfico 42).

Esta situación no permite que los consumidores logren diferenciar claramente los conceptos de "ahorro" y de "inversión". Ello afecta a la industria local de FICs a través de dos vías principales: i) bajos niveles de demanda por los FICs disponibles en el mercado; y ii) concentración de la oferta de FICs en productos básicos de bajo riesgo-retorno (que son de fácil entendimiento para el público), debido a la alta aversión al riesgo del consumidor colombiano.

Lo anterior, junto con la "supervisión sobre-protectora" (ya referenciada), conlleva una preferencia regulatoria y cultural por la inversión en activos financieros con bajas relaciones riesgo-retorno en el mercado de capitales local, desestimulando la innovación-diferenciación en la oferta de FICs.

4. Recomendaciones

El anterior análisis de las fortalezas y debilidades de la industria local de FICs permite formular las siguientes recomendaciones tendientes a superar los "cuellos de botella" del sector:

4.1. Regulación y supervisión

i). Aprovechar las condiciones establecidas en la nueva regulación de FICs en materia de:

- Rapidez en los trámites de aprobación de estos vehículos por parte de la SF, aprovechando la figura de las "familias de fondos" y fijando plazos para dicha labor. Así, se podrían usufructuar de manera más expedita las oportunidades de negocio que pueden ofrecer estos instrumentos, según la coyuntura macro-financiera global-local.

- Incentivos para la competencia y la especialización en algunas de las actividades relacionadas con los FICs, tales como la gestión, la custodia y los servicios de infraestructura de mercado. Si se promueve la competencia en estas actividades, se contribuiría a reducir sus costos asociados (especialmente de los custodios). Asimismo, al impulsar la especialización, se estarían promoviendo "eslabones de la cadena" fundamentales para la creación de valor en la industria, como lo son el diseño y la innovación de FICs.

- Permitir que los consumidores tengan acceso a los reglamentos de los FICs a través de medios digitales (soportes digitales), lo cual facilitaría su proceso de información.
- Propender por unos reglamentos de FICs más cortos y redactados en un lenguaje más sencillo. Esto facilitaría el entendimiento del consumidor respecto a estos vehículos y su funcionamiento, así como el proceso de decisión frente a invertir en los mismos.

ii). Revisar el costo de la certificación AMV para la "fuerza comercial" relacionada con los FICs. Ello incentivaría la comercialización-innovación de estos vehículos.

iii). Impulsar la oferta de emisores locales y la demanda por sus instrumentos. Para ello, podrían aprovecharse: i) las mejoras regulatorias introducidas recientemente en el Segundo Mercado (Decreto 1019 de 2014), las cuales buscan hacer más expeditos los procesos de emisión en ese segmento y reducir sus costos asociados, con el fin de solucionar las asimetrías de información de sus potenciales beneficiarios (Pymes y los emisores de "una sola vez", como los consorcios de obras de infraestructura), ver Anif, 2014d; y ii) la iniciativa liderada por la BVC tendiente a profundizar el mercado local de bonos corporativos conocida como "Hoja de Ruta para Potenciar el Mercado de Deuda Privada en Colombia".

Si se contara con una oferta más amplia de emisores (con mayores relaciones riesgo-retorno), la cual simultáneamente lograra configurar una demanda permanente (propiciando condiciones idóneas de negociación-liquidez para estas emisiones), el mercado de capitales local tendría un universo más extenso de alternativas de ahorro-inversión. Ello permitiría que la industria doméstica de FICs tuviera a su disposición un espectro más amplio de activos financieros (con relaciones riesgo-rentabilidad bastante diferenciadas) para diseñar-sofisticar y diversificar este tipo de vehículos, mejorando su oferta.

iv). Insistir en el desmonte del ITF. De hecho, este desmonte quedó establecido en la Ley 1739 de 2014, siguiendo el siguiente cronograma para 2019-2022: i) tarifa de 3x1.000 en 2019; ii) 2x1.000 en 2020; iii) 1x.1000 en 2021; y iv) eliminación total en 2022. Esto impulsaría de manera importante la demanda local por FICs, particularmente en el segmento de personas

naturales, pues reduciría sus costos de utilización.

v). Propender por una supervisión de los FICs que reconozca la vocación de inversión que tienen estos instrumentos y el papel fundamental que juega el mercado de capitales en el desempeño de los mismos (riesgo vs. retorno); todo ello, sin desproteger al consumidor financiero.

4.2. Infraestructura del mercado

i). Impulsar la competencia en la prestación del servicio de suministro de información para la valoración de activos financieros, la cual es un insumo fundamental para la industria de FICs. Esto permitiría reducir los costos por este concepto, mejorando la eficiencia operativa en la industria de FICs.

ii). Promover las sinergias entre los proveedores de infraestructura del mercado de capitales (plataformas de negociación vs. depósitos de valores), con el fin de evitar duplicidad de funciones y de costos.

4.3. Oferta del mercado

i). Promover la comercialización de FICs internacionales a nivel doméstico, con el fin de ampliar la oferta local de estos vehículos e incentivar su innovación, tal como ocurre en Chile y México. Asimismo, se podría contemplar la posibilidad de comercializar FICs locales en mercados internacionales, tal como se ha venido analizando en el marco de la Alianza del Pacífico. Estas iniciativas ayudarían a dinamizar la demanda local y externa por FICs. Para ello, se podría impulsar la utilización de plataformas tecnológicas que ofrecen FICs de varios mercados externos, algunas de las cuales ya operan en Colombia (v. gr. Allfunds Bank).

ii). Desarrollar esquemas masivos de distribución de FICs, en aras de incrementar la base de clientes potenciales (demanda) de dichos vehículos. Para ello, se puede aprovechar la nueva regulación sobre FICs, la cual permite ejercer la actividad de distribución por cuenta propia o

a través de terceros especializados. A este respecto, cabe destacar la experiencia de Chile, donde los FICs se pueden distribuir por medio de corredores de seguros, entre otros canales alternativos. En esta jurisdicción, las compañías de seguros están habilitadas para administrar y distribuir FICs, llegando a manejar cerca del 9% del total de los activos FIC al cierre de 2015.

iii). Pese al elevado analfabetismo financiero local, la industria debe realizar esfuerzos en el diseño-innovación de FICs que respondan a las necesidades de los consumidores, con el objetivo de dinamizar la demanda. Para esto, es fundamental el fortalecimiento de las áreas de ventas y mercadeo del sector.

4.4. Demanda del mercado

i). Aprovechar los impulsos regulatorios recientes a la educación financiera (Leyes 1328 de 2009 y 1450 de 2011), con el fin de mejorar este tipo de alfabetización a nivel local. Al mejorar los niveles de conocimiento financiero, los consumidores contarán con mayores herramientas de análisis para tomar decisiones de ahorro-inversión. Ello incrementaría la demanda potencial por FICs en el mercado doméstico.

IV. Conclusiones

El presente trabajo realizó un diagnóstico estructural de la industria local de FICs, focalizado en el papel de las fiduciarias como sus administradores más representativos (concentrando un 75% de los $60 billones de activos de los FICs) y teniendo como referente su actual marco regulatorio. Las principales conclusiones pueden resumirse de la siguiente manera, según los tópicos discutidos:

Descripción de la industria fiduciaria y sus FICs:

El negocio fiduciario se ha venido profundizando en los últimos años, pues el valor de los activos fideicomitidos pasó de $144 billones (28% del PIB) en 2009 a $373 billones (46% del PIB) en marzo de 2016. Dicho desempeño ha estado liderado por los incrementos en los recursos

administrados en fiducias de administración ($105 billones en marzo de 2016, 28% del total), de seguridad social ($71 billones, 19.1%) y de inversión ($67 billones, 18%). Asimismo, el valor de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias creció al 11% real anual promedio durante 2009-2016.

La industria fiduciaria presenta un alto nivel de competencia, donde las entidades relacionadas con bancos privados son actores fuertes. En efecto, dichas entidades han dominado la administración de los activos fideicomitidos (68.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 66.2% en 2009), al igual que concentran la administración de los FICs (68.5% del total de los FICs administrados por las fiduciarias en marzo de 2016 vs. 73% en 2009). Sin embargo, se destaca la mayor participación que han venido ganando las fiduciarias de carácter independiente en el negocio fiduciario (13.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 7.5% en 2009) y en los FICs (17.8% vs. 7.3%).

El ROE de las fiduciarias llegó al 20.9% en 2015, superior al resultado de las AFPs (19.3%) y de los establecimientos de crédito (13.9%). El mayor dinamismo de las diferentes líneas de negocio, destacándose los FICs, ha incidido en estos niveles de rentabilidad fiduciaria. En efecto, la administración de FICs ha generado cerca del 43%-44% del total de las comisiones que recibieron las fiduciarias en 2014-2015. Por su parte, la rentabilidad obtenida por los FICs de las fiduciarias se ha recuperado en los años recientes, pues el indicador rendimientos abonados de los FICs/activos FICs fiduciarios se incrementó favorablemente del 2% en 2013 al 5.4% en 2015 (vs. 2% promedio del ROA de los bancos).

A partir del informe “Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva” de Asofiduciarias se observó que los potenciales clientes fiduciarios redujeron levemente la propensión a ahorrar entre 2013 y 2015, donde se presentaron bajos niveles de ahorro en FICs (4% de los encuestados señaló que ahorraba en un FIC). Por su parte, dicha población disminuyó su inversión en productos financieros entre 2012 y 2014, donde se observó una alta concentración e incremento en la tenencia de fondos de pensiones, mientras que se redujeron considerablemente los FICs.

Se destaca el bajo conocimiento que los potenciales clientes tienen de las fiduciarias y sus

productos (particularmente los FICs) al compararse, por ejemplo, con productos de los establecimientos de crédito (cuentas corrientes o de ahorro). Asimismo, estos clientes asocian a las fiduciarias más con el tema de administración de recursos que con mecanismos de inversión. Y, de esto último se desprende que los FICs son más asociados al ahorro que a la inversión, donde cabe evaluar hasta qué punto la propia regulación podría estar frenando su expansión.

Por medio de la "Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs" realizada por Anif, hemos logrado hacer una caracterización de este negocio desde varios frentes. Se resalta la importancia de los FICs para las fiduciarias en términos de rentabilidad, eficiencia y número de clientes frente a las otras líneas de negocio. Además, se encuentra un alto nivel de competencia tanto en fiducias como en FICs, donde las fiduciarias relacionadas con los bancos privados se perfilan como los actores más fuertes. Igualmente, se refleja la alta aversión al riesgo del cliente fiduciario, llevando a que los porcentajes de ahorro sean bastante superiores frente a los de inversión. Por su parte, aunque la mayoría de los encuestados consideran que la regulación actual es adecuada, encuentran en ella limitantes a la expansión de los FICs.

Caracterización del mercado de capitales local:

A partir de los avances regulatorios de 2005, el mercado accionario local tuvo un excelente comportamiento entre 2006-2012. En efecto, la capitalización bursátil (en dólares) local pasó del 35% del PIB en 2006 al 74% en 2012. Sin embargo, este indicador se redujo sustancialmente y alcanzó el 39% del PIB en mayo de 2016 (vs. 31% del PIB en 2015). Allí han incidido los malos resultados de las firmas minero-energéticas locales, debido al desplome petrolero y del carbón, pero también ha habido "contaminación" sobre el resto de sectores. Ello igualmente refleja las debilidades estructurales de la economía colombiana ("fin anticipado del auge minero-energético", pérdida de competitividad del agro e industria y elevada concentración exportadora en commodities).

Esto deja a Colombia con niveles de profundización accionaria marginalmente superiores a los de Brasil (38% del PIB en mayo de 2016) y México (36%), pero bastante distantes a los de Chile (87%) y Estados Unidos (139%). De hecho, si se computa en este indicador de Colombia únicamente la

porción emitida por las firmas, la capitalización bursátil efectiva del país tan solo ascendió al 12% del PIB en abril de 2016, señalándonos que aún queda mucho camino por recorrer. A esto se suman los bajos niveles del indicador de liquidez de renta variable local (4% del PIB en mayo de 2016 vs. 8% en 2010), evidenciando la baja negociación de este instrumento.

El mercado de renta fija corporativa también tuvo una fase ascendente en 2006-2011. En efecto, el stock de bonos corporativos aumentó del 4.2% del PIB en 2006 al 7.5% del PIB en 2011. Sin embargo, dicho mercado ha perdido dinamismo y su stock apenas llegó a niveles aproximados al 7% del PIB en 2015-2016. Este estancamiento se explica por: i) menores emisores e intermediarios; ii) reducción en la demanda por parte de los inversionistas locales y extranjeros; y iii) deterioro en la formación de precios en el mercado secundario. Dichos niveles de profundización de los títulos de renta fija corporativa privada son cercanos a los de Perú (7% del PIB), pero se alejan considerablemente de los observados en México (18%), Brasil (32%) y Chile (40%).

Contrario a lo observado en la renta variable y renta fija corporativa, el mercado de deuda pública parece ser el único que se ha venido consolidando en Colombia. Allí, el saldo de los TES clase B se incrementó del 23% del PIB ($86.2 billones) en 2006 al 26% del PIB ($198.6 billones) en mayo de 2016, concentrando cerca del 80% del volumen total negociado en la BVC durante 2014-2016. Entretanto, el valor de los activos de los FICs ha venido creciendo del 5% del PIB ($25.4 billones) en 2009 al 7.3% del PIB ($60 billones) en marzo de 2016. Por tipo de Sociedad Administradora de FIC, las fiduciarias administraron el 75% de los activos de los FICs ($44.9 billones) al corte de marzo de 2016, seguidas por las comisionistas de bolsa (24.2%; $14.5 billones) y las sociedades administradoras de inversión (0.9%; $0.6 billones).

A pesar de la expansión de los FICs, sus niveles de utilización local siguen siendo bajos frente a los referentes de la industria como Chile (donde sus FICs representan cerca del 18% del PIB) y Brasil (50% del PIB). De hecho, los referentes regionales distan mucho del 150% del PIB de Estados Unidos. Asimismo, solo el 3% del total de la población colombiana invierte en FICs respecto al 12% en Chile y al 29% en Estados Unidos. En este frente, cabe destacar que el bajo nivel de profundización del mercado de capitales colombiano también explica la baja utilización de los FICs,

como resultado de la poca “sofisticación” de nuestros mercados de ahorro-inversión.

Curiosamente, esa baja penetración local de los FICs y la renta variable local, no parece obedecer a limitaciones regulatorias específicas (pues en el caso de la deuda corporativa todavía queda algún camino por recorrer en materia normativa), sino más bien a factores estructurales relativos a la informalidad de nuestros mercados y a la baja tasa de ahorro de los hogares, actualmente bordeando el 10% de su ingreso disponible. Otro factor que incide negativamente sobre estos bajos índices de ahorro tiene que ver con la falta de alfabetismo financiero del grueso de los consumidores, donde tan solo un 3% de la población colombiana ha recibido educación financiera. Evidencia de ello es una "ciega preferencia" por instrumentos tradicionales de ahorro prácticamente "a la vista'', lo cual no solo ubica a los FICs por debajo de la "frontera de posibilidades", sino que inhibe la extensión de la curva de rendimientos de la función de inversión.

Diagnóstico del mercado de FICs en Colombia:

El Decreto 1242 de 2013 busca mejorar la eficiencia de los FICs y promover su utilización en el mercado de capitales local. Para ello, se adoptaron algunos estándares internacionales en materia de gestión, transparencia y seguridad para la administración de recursos colectivos. Allí se destacan: i) la especialización de las actividades relacionadas con el funcionamiento de los FICs (administración, gestión, custodia y distribución); ii) la introducción del mecanismo de tipos de participación; iii) la creación de las “familias de fondos”; iv) la definición del deber de asesoría especial y la segregación de la distribución especializada; v) la promoción a través de COs; y vi) la ampliación de los activos aceptables para invertir. Todo esto ha fortalecido la administración y supervisión de los FICs.

Las fortalezas identificadas en la industria local de FICs son: i) se perciben elevados niveles de competencia y eficiencia; ii) exhibe importantes economías de escala-alcance en todas sus actividades; iii) son vehículos con gran capacidad de negociación sobre los retornos de sus inversiones (v. gr. tasas de interés de sus CDTs en los bancos); y iv) el nuevo marco regulatorio sobre la materia (Decretos 1242 y 1243 de 2013). Las debilidades identificadas en la industria local de FICs son: i) supervisión “sobre-protectora”; ii) regímenes de inversión restrictivos para los inversionistas institucionales; iii) demoras en la aprobación de productos, de reglamentos y falta

de soporte digital; iv) reglamentos de FICs de difícil entendimiento; v) costos por certificación AMV de la "fuerza comercial"; vi) "des-especialización" del mercado por mezcla de licencias financieras; vii) ITF; viii) costos de los custodios, de los proveedores de información y por la no integración en los proveedores de infraestructura; ix) riesgo reputacional por malas administraciones-gestiones; y x) bajos niveles de educación financiera.

Para superar gran parte de los "cuellos de botella" de la industria local de FICs, Anif recomienda en materia de regulación-supervisión:

- Aprovechar la regulación actual en cuanto a: i) rapidez en los trámites de aprobación de los FICs, a través de la figura de las "familias de fondos" y fijando plazos para dicha labor; ii) incentivos para la competencia y la especialización en las actividades de gestión-custodia relacionadas con los FICs y en los servicios de infraestructura de mercado, lo cual permitiría reducir los costos asociados a dichas actividades y crear valor en la industria a través del diseño y la innovación de FICs; iii) permitir que los consumidores tengan acceso a los reglamentos de los FICs a través de medios-soportes digitales, lo cual facilitaría su proceso de información; y iv) propender por unos reglamentos de FICs más cortos y redactados en un lenguaje más sencillo, lo cual facilitaría el entendimiento de los FICs por parte de los clientes y mejoraría su proceso de toma de decisiones de inversión.

- Revisar el costo de la certificación AMV para la "fuerza comercial" relacionada con los FICs. Ello incentivaría la comercialización-innovación de estos vehículos.

- Impulsar la oferta de emisores locales y la demanda por sus instrumentos, aprovechando las mejoras regulatorias introducidas recientemente en el Segundo Mercado (Decreto 1019 de 2014) y la iniciativa liderada por la BVC tendiente a profundizar el mercado local de bonos corporativos conocida como "Hoja de Ruta para Potenciar el Mercado de Deuda Privada en Colombia". Con ello, la industria local de FICs tendría a su disposición un espectro más amplio de activos financieros para diseñar-sofisticar y diversificar este tipo de vehículos, mejorando su oferta.

- Insistir en el desmonte del ITF para impulsar de manera importante la demanda local por FICs, particularmente en el segmento de personas naturales, pues reduciría sus costos de utilización.

- Propender por una supervisión de los FICs que reconozca la vocación de inversión que tienen estos instrumentos y el papel fundamental que juega el mercado de capitales en el desempeño de los mismos (riesgo vs. retorno); todo ello, sin desproteger al consumidor financiero.

Algunas recomendaciones tendientes a mitigar las debilidades encontradas en el tema de infraestructura de mercado son:

- Impulsar la competencia en la prestación del servicio de suministro de información para la valoración de activos financieros, la cual permitiría reducir los costos y mejorar la eficiencia operativa en la industria de FICs.

- Promover las sinergias entre los proveedores de infraestructura del mercado de capitales (plataformas de negociación vs. depósitos de valores), con el fin de evitar duplicidad de funciones y de costos.

Finalmente, en cuanto a la oferta y la demanda del mercado de FICs se recomienda:

- Promover la comercialización de FICs internacionales a nivel local (como en Chile y México), lo cual ampliaría la oferta de productos. También se podría contemplar la posibilidad de comercializar FICs locales en mercados internacionales (como se ha venido analizando en el marco de la Alianza del Pacífico). Para esto, se podría impulsar el uso de plataformas tecnológicas que ofrecen FICs de varios mercados externos (v. gr. Allfunds Bank).

- Desarrollar esquemas masivos de distribución de FICs (tal como ocurre en Chile, donde los FICs se pueden distribuir por medio de corredores de seguros), en aras de incrementar la base de clientes potenciales. Para ello, se puede aprovechar la distribución por cuenta propia o a través de terceros especializados.

- Pese al elevado analfabetismo financiero local, la industria debe realizar esfuerzos en el diseño-innovación de FICs que respondan a las necesidades de los consumidores, con el objetivo de dinamizar la demanda. Para esto, es fundamental el fortalecimiento de las áreas de ventas y mercadeo del sector.

- Aprovechar los impulsos regulatorios recientes a la educación financiera (Leyes 1328 de 2009 y 1450 de 2011) para que los consumidores cuenten con mayores herramientas de análisis en sus decisiones de ahorro-inversión. Ello incrementaría la demanda potencial por FICs en el mercado de capitales local.

Referencias bibliográficas

Anif (2010), “Emisión de bonos y profundización del mercado de capitales”, Comentario Económico del Día 28 de enero de 2010.

Anif (2012), “Carteras Colectivas”, Enfoque No. 67 de noviembre de 2012.

Anif (2013a), “Los Fondos de Inversión Colectiva”, Enfoque No. 77 de diciembre de 2013.

Anif (2013b), “Avances del negocio fiduciario en Colombia”, Enfoque No. 71 de abril de 2013.

Anif (2013c), “Ahorro e Inversión: Crecimiento económico y vehículos de profundización financiera en Colombia”, Mayo de 2013.

Anif (2013d), “La custodia de valores en Colombia”, Enfoque No. 75 de septiembre de 2013.

Anif (2013e), “El esquema de multifondos generacionales y su impacto en Colombia”, Enfoque No. 69 de febrero de 2013.

Anif (2014a), “Desarrollos recientes del mercado de capitales en Colombia”, Enfoque No. 80 de julio de 2014.

Anif (2014b), “Mercado de TES y efectos del rebalanceo del índice de J.P.Morgan”, Comentario Económico del Día 9 de abril de 2014.

Anif (2014c), Educación financiera en Colombia: ¿en qué vamos?, Comentario Económico del Día 27 de agosto de 2014.

Anif (2014d), “El Segundo Mercado de valores y su regulación “”, Enfoque No. 82 de octubre de 2014.

Anif (2015a), “Mercado de capitales local: avances y desafíos”, Enfoque No. 88 de julio de 2015.

Anif (2015b), “Perspectivas del mercado de renta variable local”, Comentario Económico del Día 7 de octubre de 2015.

Anif (2015c), “Perspectivas del Mercado de TES en 2015”, Comentario Económico del Día 17 de febrero de 2015.

Anif (2015d), “Regulación bancaria sus costos y efectos sobre la bancarización”, marzo de 2015.

Anif (2016a), “Educación financiera: sobre-protección al consumidor vs. libre albedrío”, Comentario Económico del Día 30 de junio de 2016.

Anif (2016b), “Flotación del yuan y comportamiento de los TES en 2016-2017”, Comentario Económico del Día 2 de junio de 2016.

Asofiduciarias (2014), “Principales cambios en los Fondos de Inversión Colectiva”, Noviembre de 2014.

Asofiduciarias (2015), “Informe: Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva”, Septiembre de 2015.

BVC (2015), “Mercado de deuda privada en Colombia: Evolución y diagnóstico”, Agosto de 2015.

BVC (2016), “Hoja de ruta para potenciar el Mercado de Deuda Privada en Colombia, Febrero de 2016.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Corficolombiana

Fiduciaria Corficolombiana

Elaborado por:

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

ASOFIDUCIARIAS