

Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia

Ana Fernanda Maiguashca

Edición 2016

El presente documento académico hace parte del Programa de Educación Financiera de la Asociación de Fiduciarias de Colombia.



ASOCIACIÓN DE
FIDUCIARIAS
DE COLOMBIA

La autora es Codirectora de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones y posibles errores contenidos en este trabajo son responsabilidad exclusiva de la autora y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.



ASOFIDUCIARIAS



Contenido

Introducción	3
1. ¿Sistemas intermediados o de mercados?	6
2. El Rol del Mercado	9
3. Los Inversionistas	14
4. Breve Historia de los Activos en Colombia	18
4.1. La deuda pública	18
4.2. Acciones	23
4.3. La deuda privada	28
5. Los Incentivos en la Industria de Administración de Activos en Colombia	32
5.1. Incentivos Tributarios	33
a. Los incentivos a la adquisición de vivienda	33
b. Los beneficios de los FPV	34
c. El impuesto a las transacciones financieras	35
d. El estímulo a la deuda	35
5.2. Incentivos de las Licencias	36
5.3. Democratizaciones	40
6. El Resultado	43
7. Entorno Regulatorio	46
8. Transformación	49
9. Conclusiones	54

Introducción

Existe amplia literatura que establece relaciones entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Los vínculos teóricos muestran que el desarrollo financiero incrementa las tasas de crecimiento reales (Bencivenga y Smith 1991), intuición que confirma la evidencia empírica. En un libro que revisa diversos enfoques para establecer esta relación, los editores (Demirgüç-Kunt y Levine 2001), encuentran que existe evidencia que muestra que el desarrollo financiero tiende a acelerar el crecimiento económico, facilita la formación de nuevas firmas y promueve su crecimiento. Existe incluso evidencia de que el nivel de desarrollo financiero puede predecir las tasas de crecimiento económico futuro de una economía, su nivel de acumulación de capital y el cambio tecnológico (Levine 1997).

La evidencia es más ambigua sobre el tipo de mercado financiero que puede ser mejor en este mismo sentido, es decir, del tipo de mercado financiero que pueda llevar a un mayor nivel de crecimiento económico. Cuando se hace referencia al tipo de mercado financiero, se distingue fundamentalmente entre aquellos operados por establecimientos de crédito (los que en la literatura se conocen como *bank based* y se llamarán intermediados para propósitos de este libro), o los que están conformados fundamentalmente por instituciones del mercado de capitales (llamados *market based* en la literatura y que se denominarán simplemente de mercado en este documento).

En el mismo trabajo ya mencionado Demirgüç-Kunt y Levine encuentran que clasificar según la estructura del sistema financiero no es una herramienta analítica útil para distinguir entre diferentes economías y no existe evidencia inequívoca respecto de que sea mejor para el crecimiento económico contar con alguno de los dos tipos de mercado.

Sin embargo, a pesar de las dificultades en la construcción analítica para establecer la dominancia de uno u otro tipo de mercado, parece conveniente contar al menos con algún nivel de desarrollo en los dos tipos de modelos. Por una parte porque es conveniente tener mecanismos alternativos de intermediación de ahorro a inversión que puedan complementarse en coyunturas específicas². Por otra parte, si bien ambos tipos de mercado cumplen con la función general de “facilitar la asignación de recursos espacial y temporalmente en un ambiente de incertidumbre” (Merton y Bodie 1995), al descomponer la *forma* en que

² En particular, es importante que una economía cuente con fuentes de financiación contracíclicas, que puedan proveer de crédito al consumo y la inversión en etapas de desaceleración del crecimiento económico.

dicha función se cumple, la intermediación clásica y la del mercado de capitales tienen roles distintos para lograr ciertas especificidades relevantes.

En el presente trabajo se desarrollan tres ideas centrales: i) la conveniencia tener un sistema financiero que cuente con pilares sólidos tanto de intermediación de recursos por parte de los establecimientos de crédito como del mercado de capitales; ii) la importancia de los vehículos de inversión colectiva, y en particular los denominados fondos de inversión colectiva (FICs), en el desarrollo del mercado de capitales en Colombia; y iii) la necesidad de realizar ciertos cambios en el modelo de gestión y de aproximación a los clientes para lograr el desarrollo del potencial de este tipo de vehículos en términos de su rol como impulsores del crecimiento y del bienestar en una economía como la colombiana.

Este trabajo no ofrece un estudio comparativo del mercado colombiano de FICs con otros mercados, ni de su marco normativo. Lo que intenta es presentar una hipótesis de cómo ha reaccionado ante un conjunto de incentivos idiosincráticos y cómo es necesario que la industria lidere un desarrollo alternativo, diferente al que hasta ahora se ha dado, para explotar un negocio con un enorme potencial.

En el capítulo 1 se presenta de forma un poco más extensa la discusión que se ha dado en la literatura entre los sistemas intermediados y los de mercado. Se presenta en este capítulo una revisión de literatura y se analizan aspectos pertinentes del caso colombiano, que inclinan la conclusión a que es mejor contar con un sistema financiero que incluya *ambos* modelos. En el capítulo 2 se desarrolla con más detalle uno de los enfoques presentados en la literatura, en el que se estudian las funciones económicas que debe cumplir un sistema financiero. En él se concluye finalmente que existen algunas de ellas que son provistas más eficientemente por el mercado de capitales y se refuerza la noción de que es mejor contar con un sistema que tenga ambos pilares desarrollados. Se describe adicionalmente cómo en el caso colombiano las condiciones macroeconómicas de finales de los años ochenta hicieron necesaria la profundización de un mercado de deuda pública interno, dando un impulso fundamental al desarrollo del mercado de capitales local.

Habiendo establecido la pertinencia de la existencia de un mercado de capitales en Colombia, el capítulo 3 propone la tesis de que este debería estar impulsado por una industria de vehículos de inversión colectiva para suplir las necesidades de una economía como la nuestra.

El capítulo 4 elabora una tesis respecto de cómo se han desarrollado los diferentes mercados de valores en el país, y en particular el rol de diferentes inversionistas. En él se busca ilustrar que excepto los fondos



de pensiones obligatorias, la inversión colectiva no ha tenido el protagonismo que sería deseable hasta ahora. En el capítulo 5 se propone una explicación –que no pretende ser exhaustiva - para este poco protagonismo. Al hacerlo, se hace una breve descripción de los incentivos provistos por el marco normativo y de la composición actual de los portafolios. Esto con el fin de llegar en el capítulo 6 a mostrar el estado actual de la industria como el resultado de un conjunto de incentivos propio del mercado colombiano.

Finalmente, en los capítulos 7 y 8 se describe el cambio normativo que realizó Colombia en 2013, como base para una propuesta de cambio en el modelo de gestión de la industria, aprovechando las economías de escala y alcance que permitieron los decretos 1242 y 1243. En esta propuesta de transformación también se ofrece una alternativa de concebir los productos y la forma de atender a los clientes, buscar nuevos desarrollos para esta industria en nuestro país.

1. ¿Sistemas intermediados o de mercados?

Existe una extensa literatura que compara los sistemas intermediados y de mercado. En términos generales el factor común en esta literatura es que las circunstancias – tipos de firmas y niveles de desarrollo institucional – determinan si uno u otro modelo resultan más apropiados.

Rajan y Zingales (1998) hace una descripción general de los dos sistemas en un esquema que encuentra que los determinantes para que prospere uno u otro modelo son el grado de “contratabilidad”, como una forma de describir el nivel de desarrollo de la infraestructura contractual de la economía, y el grado de represión financiera de ésta. La primera importa en tanto que un sistema de mercado requiere unas instituciones fuertes, con gran capacidad de ejecución de los contratos y de las garantías financieras. La segunda, en tanto un sistema de mercado es particularmente útil en la generación de señales de precio que sean públicas y transparentes. Cuando hay altos niveles de represión financiera donde es fácil escoger los proyectos más rentables – en tanto el capital es tan escaso que éste se agota antes de empezar a distinguir entre proyectos con retornos “dudosos” –, las señales de precio no son tan útiles como en entornos donde hay mucho más capital compitiendo por proyectos rentables. En este esquema, un modelo de mercado funciona en un entorno de alta “contratabilidad” y poca represión financiera (medida como el inverso de la razón entre el capital disponible y las oportunidades de inversión disponibles). Con esa lógica, un modelo intermediado es más conveniente en un entorno de baja “contratabilidad” y un alto grado de represión financiera. En un entorno de alta contratabilidad y alta represión financiera convendría tener los dos modelos y, finalmente, ninguno de los dos operaría bien en un entorno donde haya poca represión financiera pero baja “contratabilidad”.

En la misma línea conceptual Tadesse (2001) encuentra que un modelo intermediado funciona mejor en economías con sistemas financieros poco desarrollados y que por el contrario, con sistemas financieros desarrollados, son los modelos de mercado el que genera más crecimiento en sus empresas. Así mismo encuentra que los modelos intermediados aceleran el crecimiento en países dominados por firmas pequeñas. Dentro de este tipo de análisis Chakraborty y Ray (2006) encuentran que los sistemas intermediados tienen un efecto sobre el ingreso per cápita y que aceleran las transformaciones estructurales de la economía, y que en esa medida, pueden ser mejores para economías en vías de desarrollo.



Boot y Thakor (1997) enfocan su diferenciación en el tipo de información que existe en el entorno empresarial. En este trabajo encuentran que aquellos acreedores que presentan mayores niveles de riesgo moral prefieren obtener sus recursos de un establecimiento de crédito. En esa medida, la sofisticación general del sistema financiero lleva a una menor participación de los intermediarios de crédito. Sin embargo, afirman que en una versión más general de su modelo, las empresas podrían llegar a combinaciones óptimas entre su financiación intermediada y la de mercado, con lo que existen beneficios para la coexistencia de ambos modelos.

La idea de que la coexistencia de ambos modelos es conveniente se puede sustentar a través de otro tipo de enfoque, que se concentra más en el tipo de funciones que cada uno de estos mercados provee (Levine 2002, Merton y Bodie 1995). En él, se le resta importancia al debate de un sistema frente al otro y se concentra en la idea de que lo que es relevante es la calidad de los servicios financieros ofrecidos por la totalidad del sistema financiero. Otra forma de plantearlo es que es la cantidad y calidad de los servicios financieros y no el proveedor de estos lo que es relevante en una economía (Tadesse 2001).

Este último enfoque parece, en mi opinión, ser el más adecuado en economías como la colombiana. En primer lugar porque en ella se encuentra una combinación de todos los elementos que se mencionan en la literatura: existen firmas pequeñas y susceptibles de riesgo moral, y también firmas grandes que cumplen con las condiciones de transparencia para participar en el mercado de capitales; existe un nivel de desarrollo institucional que permite la aplicación de la ley y los contratos, pero aún hay elementos del sistema judicial que hacen compleja la ejecución de algunas garantías. Es decir, dentro del marco conceptual de Rajan y Zingales, Colombia se podría describir como un entorno de alta “contratabilidad” (aunque diste de ser perfecta) y algún nivel de represión financiera.

Rajan y Zingales (2001) muestran cómo un modelo intermediado es mejor para la financiación de industrias que son intensivas en activos físicos, mientras que un modelo de mercado tiene ventajas comparativas en industrias intensivas en activos intangibles. Los activos físicos son más conocidos, sirven como garantía y su rentabilidad es más fácilmente predecible, haciendo menos necesarias las señales de mercado. Por el contrario, los activos intangibles, en los que precisamente por su vocación innovadora existen más rentas que pueden ser atrapadas por el intermediario, se financian mejor con mecanismos de mercado. Este tipo de hallazgos apoya la idea de que ambos modelos juegan un papel relevante en el desarrollo económico en conjunto, puesto que dentro del entorno industrial se encuentran firmas que se ubican a todo lo largo del espectro que los autores describen.



En segundo lugar, también es el caso que la coexistencia de los dos tipos de mercado parecieran reducir los riesgos de estabilidad financiera (Rajan y Zingales 1998). En términos generales, tener dos mercados complementarios, que pueden además operar en momentos diferentes del ciclo económico, genera un entorno más sólido para el desempeño de la economía. Un ejemplo concreto de este tipo de complementariedad se encuentra en la experiencia colombiana del año 2009, en medio de la crisis financiera global desencadenada por la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers. En 2009 el mercado intermediado había desacelerado marcadamente la originación de crédito. La tasa de crecimiento nominal de la cartera bruta de créditos bajó de niveles del 37% en diciembre de 2006 a niveles del 5% en noviembre de 2009. El saldo de bonos del sector real por su parte, tuvo un pico en su crecimiento a lo largo de ese mismo año. Con datos trimestrales, el crecimiento anual llegó a un pico de 42% en septiembre, mientras que durante 2008, el promedio de crecimiento anual fue de -1.3%³. Con ello, en alguna medida, el mercado de valores logró proveer de financiación al menos a un segmento del sector real, mitigando los efectos procíclicos de la caída en el flujo de crédito.

Finalmente, existen razones históricas o pragmáticas, que sustentan la existencia de ambos mercados, y que no se enmarcan dentro de las ya mencionadas por la literatura.

Es usual que lo que primero se desarrolle en las economías sean los sistemas intermediados, precisamente por la relación que existe entre la financiación “privada” y las etapas de desarrollo temprano de las instituciones, la transparencia, y los proyectos mismos. Sin embargo, existe un agente cuyas dimensiones e idiosincrasia difícilmente puede ser financiado de forma adecuada en este modelo: el gobierno. Este agente es un protagonista fundamental del desarrollo de modelos de mercado y, en el caso colombiano, el principal responsable del desarrollo del mercado de capitales. En el capítulo 4 se ilustra cómo la participación del gobierno ha sido determinante en dicho desarrollo en Colombia, sin que esta evolución pueda enmarcarse precisamente en la literatura ya mencionada.

³ Datos Superfinanciera, cálculos Banco de la República.

2. El Rol del Mercado

Esta sección pretende mostrar cómo es que el mercado cumple de forma más eficiente con algunas de las *funciones* económicas que les corresponden a los sistemas financieros, y en particular como en el caso colombiano ha jugado un rol determinante en la financiación del gobierno.

Para ello se presentan dos marcos conceptuales. El primero, desarrollado por Levine (1997), descompone la función general esbozada por Merton y Bodie (1995), “facilitar la asignación de recursos espacial y temporalmente en un ambiente de incertidumbre”, en 5 funciones:

1. Facilitar el intercambio, la cobertura, la diversificación y el *pooling* de riesgos
2. Asignar recursos
3. Monitorear a los administradores y ejercer control corporativo
4. Movilizar el ahorro
5. Facilitar el intercambio de bienes y servicios

Revisando las funciones que enuncia Levine, todas estas pueden ser llevadas a cabo por los intermediarios de crédito. Sin embargo, en algunos casos, puede resultar más eficiente trasladar parte de su ejecución al mercado de valores.

Los activos que buscan financiación se podrían dividir en tres grandes categorías:

- Deuda pública
- Deuda privada
- Acciones

Cada una de ellas también podría subdividirse en otras categorías, en particular por la diferencia en el tamaño de los emisores: gobierno nacional central y otros entes públicos, firmas grandes y pequeñas.

Al menos en el caso de dos tipos de activos pareciera ser el caso que el mercado ofrece tecnologías menos costosas que la intermediación clásica para realizar las mismas funciones: los títulos de participación de las grandes firmas y la deuda pública del gobierno central.



Títulos de participación: los bancos (que cuentan por el 93% de la cartera y operaciones de leasing⁴), no tienen autorizado invertir en acciones⁵ en tanto ese ha sido el marco regulatorio escogido en Colombia para manejar los conflictos de interés que pueden surgir de permitir que este tipo de intermediarios sean a su vez dueños de las firmas. En consecuencia, aunque el mercado intermediado es fundamental para las firmas, tiene que serlo por la vía del crédito y no los títulos de participación. Si bien las corporaciones financieras pueden financiar este tipo de activo, son ellas una porción muy pequeña de los establecimientos de crédito, con lo cual la financiación accionaria abierta se da mayoritariamente a través del mercado.

La deuda pública: es un activo que tiene bajos costos de monitoreo, puesto que la información fiscal es pública por diferentes motivos, y contrario a lo que se vio en el capítulo anterior, el gobierno no cumple con los supuestos que sustentan la necesidad de buscar un modelo que genere relaciones estrechas entre el acreedor y su establecimiento de crédito.

Una forma de describir la particularidad de la labor de un establecimiento de crédito, es que el tipo de relación comercial que construye le permite usar su poder de monopolio (por ser el único que tiene dicho vínculo con el cliente) para cobrar tasas que pueden estar por encima de las del mercado en circunstancias normales, para entregar a cambio un acuerdo implícito de proveer financiación por debajo de las tasas de interés del mercado cuando sus acreedores tengan problemas. La racionalidad detrás de este tipo de “subsidio intertemporal” también les permite otorgar subsidios cruzados, compensando los costos de las firmas más jóvenes con los de otras más maduras con más capacidad de pago (Rajan y Zingales, 2001). Este tipo de capacidad del modelo intermediado, no le genera ventajas a un gobierno, que es un deudor sistemático y visible.

Esos dos tipos de activos, que concentran una parte importante de los activos emitidos en el mercado colombiano, podrían ser financiados en el mercado de valores, con menores costos para el emisor que los que podría implicar el uso de la intermediación clásica.

No es claro que para activos de mayor complejidad los inversionistas del mercado de valores sean los llamados a proveer la financiación, precisamente porque con mayores grados de complejidad es más pertinente el tipo de monitoreo que realiza el intermediario de crédito. Esta discusión no se elabora en este trabajo.

⁴ Fuente: Superfinanciera, datos del Informe de Actualidad del Sistema Financiero de Julio 2015

⁵ Los establecimientos bancarios pueden invertir en títulos de participación solo como casas matrices de otras entidades financieras bajo las reglas establecidas.

El segundo marco conceptual lo presentan Merton y Bodie (1995), y tal como Levine, propone una aproximación funcional, distinguiendo las siguientes funciones:

1. Compensación y liquidación de pagos para facilitar el intercambio
2. Agregación (*pooling*) de recursos y subdivisión de participaciones en empresas
3. Transferencia de recursos económicos a través del tiempo, de las fronteras y a través de industrias
4. Administración de riesgo
5. Información de precios para ayudar a coordinar formas descentralizadas de toma de decisiones en varios sectores de la economía
6. Mecanismos para resolver los problemas de incentivos que surgen de la información asimétrica entre agentes

El análisis de la pertinencia de un modelo intermediado que se realizó previamente para Levine es aplicable también para la propuesta de Merton y Brodie. Sin embargo, bajo esta segunda propuesta, existe la función 5, la de generar precios para ayudar a coordinar formas descentralizadas de toma de decisiones de varios sectores de la economía. Esta función pertenece exclusivamente al modelo de mercado, puesto que en un modelo intermediado las señales de precios no son públicas, el precio que se asigna a los recursos de crédito es solamente conocido por el intermediario y el acreedor. Es parte del arreglo de la relación comercial que han construido. En esa medida, dentro de este segundo enfoque, es evidente que existen bondades para la convivencia de los dos modelos, puesto que ambos pueden cumplir las mismas funciones con diferentes niveles de eficiencia (a la Levine) o cumplir funciones complementarias, como en este segundo marco conceptual presentado.

Finalmente, existen consideraciones especiales, diferentes a las desarrolladas en la literatura reseñada, para la deuda de los gobiernos y el rol que el mercado tiene en su financiación. A continuación se ilustra la experiencia colombiana.

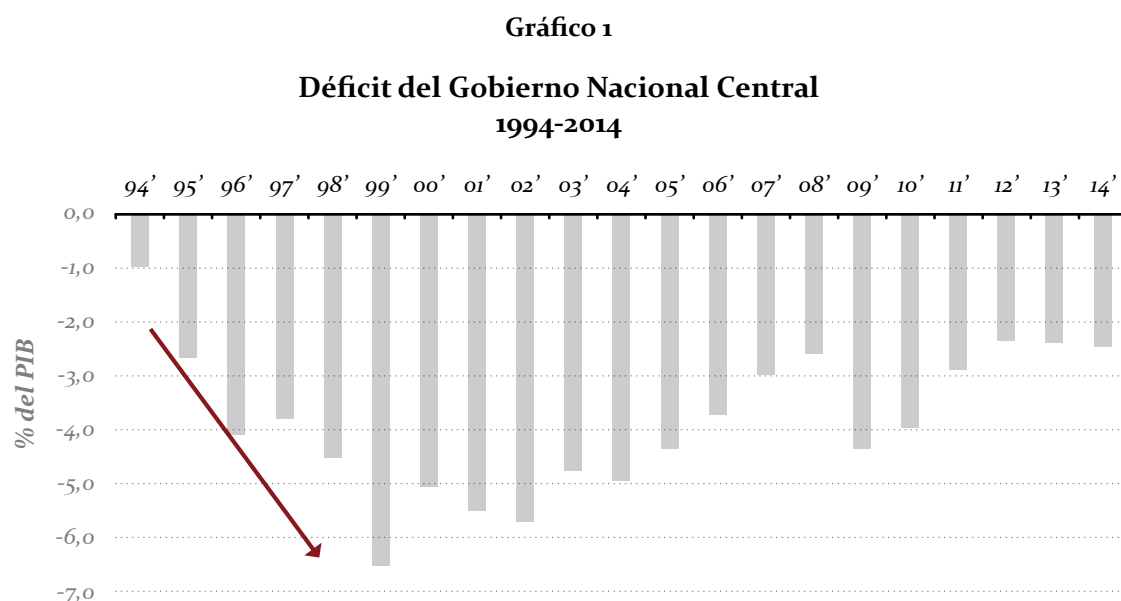
Los gobiernos de las economías emergentes fueron típicamente financiados por la banca extranjera hasta la década de los 80. Dichas entidades contaban con el tipo de capital que permitían apalancar los niveles de endeudamiento que requería la financiación de los déficits fiscales de estos países. Sin embargo, después de la crisis de la deuda externa que sufrieron (donde Colombia fue una excepción notoria dentro de la región por no haber incumplido ni reestructurado su deuda externa), estos fueron paulatinamente sustituyendo la deuda bancaria por papeles de mercado. A principios de los noventa estos papeles estaban



emitidos mayoritariamente en los mercados externos y denominados en moneda extranjera. Esto último responde a lo que en la literatura se ha denominado el “pecado original”, definido como la incapacidad de un país de obtener financiación en los mercados externos en su propia moneda (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2007). En promedio entre 1980 y 1985, la deuda pública colombiana ascendió a 30.2% del PIB; y el 85% de esta correspondía a deuda externa, toda ella denominada en moneda extranjera⁶ (hasta finales de 2004 no existía deuda externa denominada en pesos colombianos). Dicho promedio entre 1996 y 2000 ascendió a 36.9% del PIB y el 66% era deuda externa.

Las necesidades de financiación eran crecientes, con déficits fiscales que, en el caso colombiano, aumentaron hasta finales de la década, como se observa en la siguiente gráfica.

Es así como se vuelve necesaria la creación de un mercado de deuda pública interna, donde el gobierno pudiera financiarse y al menos intentar redimir su pecado original. En esta tarea Colombia fue



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

⁶ Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), Tabla 15.



relativamente exitosa. Mientras que otras economías de la región pasaron a sufrir de lo que la literatura se denomina como “pecado original local”⁷, término con el que se conoce la incapacidad de un gobierno de financiarse en el mercado interno a plazos largos, tasas de interés fijas y en moneda local, el gobierno colombiano logró no caer en este tipo de fenómeno. La deuda pública interna denominada en moneda extranjera sobre PIB según Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) alcanzó un promedio de 6.7% de la deuda pública interna⁸ entre 1996 y 2001, mientras que en Brasil este mismo indicador ascendió a 19.9%, a 81.8% en Argentina, a 8.4% en Chile⁹. En el caso colombiano además se debe destacar que ninguna porción de su deuda está o ha estado atada a una tasa de interés de corto plazo.

El tipo de riesgo macro que se había documentado para finales de los noventa asociados con los problemas de sostenibilidad de la deuda en países emergentes, como los reseñados en la literatura de pecado original y de intolerancia a la deuda¹⁰ hacían que el surgimiento de un mercado de deuda pública interno – y el primer pilar hacia un mayor desarrollo de un mercado de capitales colombiano – fuera necesario no solo desde la perspectiva de un mayor crecimiento, sino de la vulnerabilidad en el financiamiento fiscal que se había hecho evidente en repetidas ocasiones dentro de la región.

En conclusión, no solo existe un sustento conceptual del rol del mercado en el cumplimiento de las funciones económicas del desarrollo financiero, sino que en el caso colombiano ha sido evidente que la fortaleza de esa idea ha llevado a la convivencia de un modelo intermediado y un modelo de mercado. Este se desarrolló paulatinamente, con un componente de renta variable incipiente, y un componente de renta fija impulsado primordialmente por el mercado de deuda pública por las razones ya mencionadas.

⁷ *Domestic original sin*

⁸ Este porcentaje correspondió a los denominados TES TRM, títulos de deuda interna denominados en dólares de los Estados Unidos que fueron emitidos en 2001 hasta 2003 a plazos de 1 y 2 años.

⁹ Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), Tabla 16.

¹⁰ Reinhart, Rogoff, y Savastano (2003).

3. Los Inversionistas

Ahora bien, hasta el momento se ha sustentado el hecho de que existe mérito teórico y empírico en la convivencia de los dos modelos y en consecuencia la importancia de contar con un mercado de capitales que complemente el modelo intermediado. Pero el desarrollo de un mercado de capitales puede darse de diferentes formas y este libro argumenta que algunas son mejores en ciertos entornos socioeconómicos. A continuación se ofrece una morfología de la demanda en los mercados de capitales (el tipo de inversionistas), argumentando en favor de aquellos vehículos de inversión colectiva que no están asociados a esquemas pensionales.

La forma en que se financian los activos en un mercado de capitales se podría segmentar así: i) la administración individual, en cabeza del cliente; y ii) la administración delegada, que puede darse a través de vehículos de inversión individual o colectiva. En el primer caso los inversionistas actúan por su cuenta y pueden contar con un intermediario que realice las transacciones de mercado a su nombre y algún tipo de agente que actúe como depositario de sus inversiones. Sin embargo, las decisiones de inversión y la propiedad están concentradas en el inversionista mismo. En el segundo caso existe un gestor profesional que será quien tome las decisiones de inversión, dentro de un mandato general definido por el cliente actuando como principal¹¹. Este mandato puede ser de un cliente, en cuyo caso se trata de la administración delegada individual. Las figuras de administración individual que ofrece el mercado en Colombia son fundamentalmente la Administración de Portafolios de Terceros, ofrecida por las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB), y la Fiducia Individual de Inversión, ofrecida por las Sociedad Fiduciaria (SF). Este mandato también puede contar con un conjunto plural de agentes que tienen dividida la propiedad del fondo de acuerdo con las unidades de participación que adquieren en el momento de realizar sus aportes. En este caso existe una administración de inversión colectiva.

En términos conceptuales, el ahorro colectivo en Colombia podría dividirse entre los vehículos que administran ahorro obligatorio – fondos de pensiones obligatorias (FPO) y fondos de cesantías (FC)-, y los que administran ahorro voluntario - los fondos de pensiones voluntarias (FPV) y los FICs. Los primeros están estructurados como cualquier vehículo de ahorro colectivo, pero son mucho más regulados que cualquier otro por virtud de que sus clientes no eligen libremente invertir sus ahorros en estos sistemas.

¹¹ En la literatura microeconómica se denomina principal a un actor que le encomienda un resultado a otro – el agente- quien puede tomar decisiones autónomas para lograrlo.



En esa medida la asunción de riesgo financiero y de otros tipos está mucho más normada para ellos, limitando la acción de los agentes privados que los administran. En cuanto al tratamiento tributario, todo el ahorro obligatorio cuenta con un tratamiento tributario especial que genera algunas exigencias particulares y afecta su retorno¹².

Por su parte el ahorro voluntario cuenta con una regulación financiera acorde con la idea de que los clientes son quienes deben elegir el tipo de perfil riesgo retorno (más adelante en este libro se discutirá si este enfoque es el que es realmente útil para los clientes) y en esa medida los administradores deberían responder a la demanda y no a la regulación –dentro de unos límites razonables de protección al consumidor-. Sin embargo, la regulación tributaria discrimina entre los FPV y los FICs. Los primeros cuentan con un beneficio tributario en un intento por incentivar un ahorro que voluntariamente se guarde con fines pensionales, es decir, hasta el momento en que la persona se retira de la fuerza laboral y como complemento de sus ingresos desde ese momento hasta su muerte.

A continuación se comparan los esquemas de inversión individual y colectiva, tratando de determinar si alguno resulta más eficiente en el entorno colombiano.

En términos generales la administración individual resulta en extremo costa para los inversionistas, tanto personas naturales como institucionales del sector real. El proceso de inversión en el mercado de capitales implica asumir al menos: i) los costos de negociación, en la medida en que estos agentes no pueden participar directamente en los foros de negociación; ii) tampoco pueden ser depositantes directos en los depósitos de valores, con lo que tendrán que pagarle a algún intermediario los costos del depósito y el costo de su propia gestión¹³. La gestión colectiva distribuye estos costos fijos en muchos inversionistas, trasladando las economías de escala del gestor a los clientes.

Dichas economías de escala son particularmente relevantes al momento de evaluar los beneficios de la diversificación. La gestión individual también podría tener portafolios diversificados, que se rebalanceen intertemporalmente. Sin embargo, los costos de transacción individuales para obtener el mismo tipo de beneficios que logra un fondo colectivo probablemente sean tan altos que entren a igualar los mencionados beneficios.

¹² Artículos 126-1 y 206 del Estatuto Tributario.

¹³ La infraestructura de mercado y de dispersión de pagos en Colombia es aún muy costosa y los procesos de inversión pueden terminar en estructuras ineficientes si no se cuenta con economías de escala.



En consecuencia, el número de inversionistas que pueden optar por el modelo individual en un país de ingreso medio y alta concentración de la riqueza como el nuestro, es reducido. Son los vehículos de administración colectiva los que mejor permiten ampliar la base clientes y penetración de la industria, con una adecuada gestión del riesgo. Este análisis también se extiende a la inversión institucional que se puede hacer más eficientemente a través de vehículos colectivos.

Adicionalmente, sobre todo en el caso de las personas naturales, pero no es exclusivo de ellas, el inversionista típico probablemente no entienda a cabalidad la diferencia entre los riesgos que se asumen en el mercado intermediado versus el mercado de capitales. En el caso particular de la renta variable es posible que no comprenda el tipo de perfil riesgo-retorno que este activo implica; es posible también que no tenga los instrumentos necesarios para entender la formación de precios en dicho mercado. En el caso de la renta fija también es escasa la comprensión sobre la valoración a precios de mercado de los portafolios. Con este tipo de problemática, es mejor que la incursión que estos agentes hagan en el mercado sea a través de un agente profesional. Lograr los objetivos de minimizar costos y gestionar adecuadamente el riesgo con la comprensión debida de este lleva a los modelos de ahorro colectivo.

Impulsando estos vehículos se podría maximizar el número de agentes que participan en el mercado de capitales de forma eficiente. Esta participación genera una externalidad positiva al darle sentido de propiedad a una mayor parte de la sociedad. Este sentido de propiedad involucra de manera diferente a los agentes en los procesos de decisión y afianza cimientos democráticos más allá del sistema que formalmente rija la sociedad.

Finalmente, es importante resaltar que no basta con la existencia de un esquema de ahorro colectivo pensional obligatorio. En primer lugar, su diseño no es abierto para todo tipo de inversionistas – entre ellos los institucionales-. En segundo lugar, la gran mayoría de los afiliados no se sienten dueños de estos recursos. Finalmente, al concentrar solo un “motivo” de ahorro (el de proveer un flujo de ingresos en la edad de retiro para el afiliado), estos portafolios tienen todas características muy similares, haciendo que si fueran los únicos agentes en el mercado, este carecería de pluralidad y dinámica a diferentes plazos y con diferentes estrategias, todo lo cual es necesario para contar con una adecuada formación de precios – que, como ya se ilustró, es uno de los elementos esenciales de la función económica de los mercados en una economía-.

A la luz de este análisis resulta pertinente examinar el rol que han tenido en el desarrollo del mercado de capitales los diferentes inversionistas en Colombia, en particular los vehículos de inversión colectiva, con



el ánimo de determinar si éstos han tenido el protagonismo *deseable* o si por el contrario, es necesario un cambio en la dinámica hasta ahora exhibida.

En el siguiente capítulo se propone una hipótesis respecto de qué tipo de inversionista jalonó el desarrollo de los principales componentes del mercado de capitales en el país: acciones, deuda privada y deuda pública.



4. Breve Historia de los Activos en Colombia

En este capítulo se revisa cómo ha sido la evolución del mercado de valores en Colombia, quiénes han sido los agentes más relevantes en el desarrollo de los grandes tipos de activos y cuáles han sido los incentivos que lo han guiado.

4.1. La deuda pública

El mercado de deuda pública, que es quizá el que más profundidad ha alcanzado en las dos últimas décadas, tuvo un auge de desarrollo al final de la década del 90. Este ha sido un mercado cuyos motores de desarrollo han sido de diversa índole y se podrían dividir en las siguientes categorías, que no obedecen necesariamente a un orden cronológico.

- La demanda final: la ley 100 de 1993
- El impulso emisor: el programa de creadores de mercado
- Los bancos y la liquidez del banco central
- Las SCB y el proceso de desinflación
- La apertura de la cuenta de capitales de 2012

La demanda final

La Ley 100 de 1993 creó el régimen de ahorro individual que entraría a competir con el régimen de prima media en Colombia, para el ahorro pensional obligatorio, que empezaría a operar en 1994.

Su creación fue un hito fundamental en el desarrollo del mercado de capitales local puesto que se dio origen a una fuente de demanda institucional de gran tamaño (24.2% del PIB con datos a julio de 2015 que incluyen pensiones obligatorias, voluntarias y cesantías), y que aún presenta un crecimiento continuo debido a la relativa juventud de la población laboral colombiana. El sesgo hacia mercados locales (el llamado *home bias*) hizo que las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) se convirtieran en el inversionista más importante en el mercado colombiano como demanda final.

Su participación en todos los mercados, ha sido importante para su desarrollo y en el caso de la deuda pública ha sido particularmente importante, debido a los siguientes factores: i) en primer lugar, el tamaño

de los portafolios hacía que tuvieran que buscar aquellos activos que tuvieran emisiones más amplias, y por definición el emisor más grande del mercado es el soberano; ii) en segundo lugar, las administradoras tuvieron, entre 1994 y 2012¹⁴ una razón de apalancamiento que les exigía contar con 2 centavos de patrimonio por peso de portafolio administrado. Sin embargo, cuando se calculaba el portafolio administrado, los TES no sumaban en este número (ponderaban al 0%), con lo cual, su tenencia les permitía a los administradores ahorrar recursos de capital; iii) siendo portafolios cuya vocación es el largo plazo, los papeles de deuda pública eran los que tenían duraciones más largas en el mercado local.

El impulso emisor

Como se mencionó anteriormente, la profundización de este mercado tuvo una lógica macro económica, más que cualquier otra cosa. La necesidad creciente de financiar localmente el déficit fiscal del gobierno para mitigar los riesgos que se habían materializado en la década de los ochenta, llevó al Gobierno a diseñar un programa de “creadores de mercado” en 1997, muy similar al que utilizaba España. El programa de creadores de mercado es un sistema de incentivos, para que los bancos, corporaciones financieras y SCB, compraran títulos en el mercado primario, “cargándolos” en su balance, y luego les brindaran liquidez en el mercado secundario. Se creó un sistema de puntaje, que se otorgaba por la participación en el mercado primario y por la presencia de cotización en el mercado secundario.

Esta misma lógica guió el impulso en avances tecnológicos que fueron fundamentales en la implantación del mencionado programa. Quizá el más relevante fue la desmaterialización de los títulos que circulaban, y que es un elemento fundamental del mercado moderno de capitales. La ley 27 de 1990 creó los depósitos de valores y éstos empezaron a operar en los años siguientes – 1992 en el caso del DCV¹⁵ y 1994 en el caso del DCVAL¹⁶-. Así mismo se crearon los primeros sistemas electrónicos de negociación. El primero de ellos nace precisamente por la necesidad de contar con un sistema en el que los creadores de mercado pudieran realizar sus cotizaciones y transacciones y establecer así los esquemas de incentivos.

¹⁴ Hasta la expedición del Decreto 1548 de 2012, en la que se pasó a una relación de solvencia similar a la establecida para el riesgo operativo de un establecimiento de crédito.

¹⁵ El DCV es el Depósito Centralizado de Valores, del Banco de la República, creado en 1992 para el registro desmaterializado de los títulos de deuda pública, de todo orden, incluyendo los títulos emitidos por el Banco de la República.

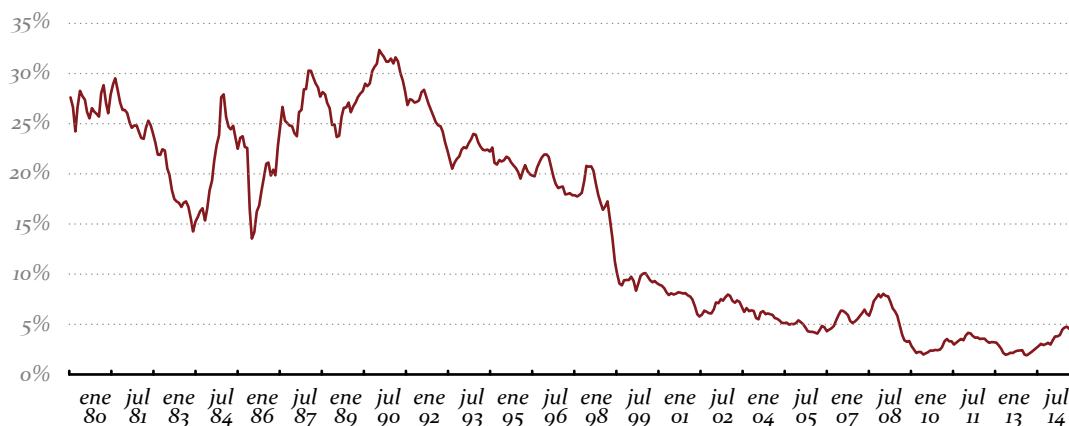
¹⁶ El DCVAL es el depósito de los activos emitidos por emisores privados, tanto renta fija como variable, aunque puede tener “cuentas” en el DCV y por tanto cuenta con registros indirectos de deuda pública. También fue creado en 1992 pero empezó a operar en 1994.

Este sistema, el SEN, administrado por el Banco de la República, nace en 1998. En 2001 nacería un sistema de negociación administrado por la Bolsa de Valores de Colombia, el MEC, para transar papeles públicos y privados.

Las SCB y el proceso de desinflación

En la primera fase del mercado, durante la segunda mitad de la década de los 90, el país estrenaba la institucionalidad de un Banco de la República independiente que empezó a reducir la tasa de inflación (Gráfica 2). La extensión del plazo de la curva de rendimientos, hizo que los papeles tuvieran cada vez una mayor duración, y en consecuencia que permitieran a los tenedores de los títulos generar mayores ganancias de capital, en un entorno de tasas de interés nominales decrecientes en respuesta a la caída en la tasa de inflación. En esta coyuntura, las SCB fueron muy activas como inversionistas en su posición propia – es decir, no como administradores de las posiciones de sus clientes y para el provecho de su propio estado de pérdidas y ganancias-. Este auge perdió su ímpetu cuando la tasa de inflación comenzó a estabilizarse y dejó de haber un proceso sistemático de ganancias de capital basado en la reducción de dicha tasa. Algunas mantuvieron un rol muy activo como creadores de mercado, y algunas otras se mantienen en el ejercicio más propio de su licencia, el contrato de comisión, pero la participación entusiasta de personas que se adscribían a las firmas para poder construir sus posiciones individuales, se redujo. Es así como en diciembre de 2007 la suma de recursos propios como participación del total de recursos de las SCB ascendía a 56% y a junio de 2015 era tan solo del 21%¹⁷.

Gráfico 2
Inflación Total



Fuente: Banco de la República

¹⁷ Fuente: Superfinanciera, cálculos Banco de la República.



Los bancos y la liquidez del Banco Central

La ley 31 de 1992, ley estatutaria del Banco de la República, con la que se instrumentaba la reforma constitucional de 1991 creando un banco central independiente, estableció en el parágrafo del artículo 53 la previsión de que, a partir de 1999, el Banco de la República debería realizar sus operaciones de mercado abierto *exclusivamente* con títulos de deuda pública¹⁸. Con ello se eliminaba su facultad de emisión de títulos propios en virtud de la cual habían existido en el mercado por muchos años los llamados Títulos de Participación.

En atención a esta previsión de la ley, el Banco pasaba a ser un agente relevante en el mercado de deuda pública, y, de manera simétrica, el mercado de deuda pública pasaba a ser un mercado relevante para la política monetaria. Desde 1998 el Banco empezó a construir un acervo de títulos de deuda pública para poder tener capacidad de contracción monetaria, puesto que, contrario a otros bancos centrales, éste no contaba con el derecho de que se le asignara una porción de las emisiones que realizara el Gobierno de estos títulos para poder realizar su manejo de liquidez.

Ahora bien, por virtud de la norma lo que cambiaba era la forma en la que el Banco podía realizar sus operaciones de *contracción*. Sin embargo, otro cambio estructural, esta vez de mercado, ocurrió en 1998. Durante el régimen de tipo de cambio fijo, y la primera parte del régimen de bandas cambiarias, la intervención que hacía el Banco en el mercado cambiario constaba mayoritariamente de compras de reservas internacionales y la esterilización necesaria era aquella en la que el Banco debía contraer la base monetaria, emitiendo los mencionados Títulos de Participación. Pero en enero de 1998 el tipo de cambio llegó al techo de la banda cambiaria y con ello empezó un proceso de desacumulación de reservas que alcanzó un volumen importante en junio de ese año, lo cual contrajo la base monetaria y empezó a hacerse necesaria una expansión monetaria para contrarrestar dicho efecto. Ni el Banco ni los establecimientos de crédito habían utilizado los procedimientos operativos previstos para las operaciones de *expansión* y pronto fue evidente, entre otras cosas, que los establecimientos no contaban con títulos de deuda pública suficientes para poderlos utilizar en las operaciones repo de expansión del Banco. En su momento hubo que ajustar normas y procedimientos para poder entregar la liquidez, pero fue evidente la noción de que los establecimientos de crédito tendrían que construir un acervo de títulos de este tipo, no solo para la operación de su tesorería, sino por meras consideraciones de riesgo de liquidez.

¹⁸ La facultad de utilizar otros títulos se restableció con la derogación de este parágrafo en la reforma financiera de 2009, Ley 1328.



De esta forma, por consideraciones de liquidez del banco central, tanto este agente como los mismos bancos, adquirieron una dinámica en el mercado de deuda pública que iba más allá de otras lógicas financieras y que fue determinante en el despegue del desarrollo de dicho mercado.

La apertura de la cuenta de capitales de 2012

La cuenta de capitales colombiana ha sido relativamente cerrada, cuando se compara con el resto de la región, o al menos de los pares que compiten por los flujos de inversión extranjera de portafolio.

En el Cuadro 1 se puede observar la participación de los inversionistas extranjeros dentro del saldo de deuda pública local de varios países emergentes, como proxy de su grado de apertura de la cuenta de capitales, y se observa que para diciembre de 2012 (antes de la reforma tributaria Ley 1607 de 2012), Colombia tenía la participación más baja de los países comparados.

Cuadro 1
Participación de capital extranjero en mercados de deuda pública local (Diciembre 2012).

<i>País</i>	<i>Participación de Extranjeros en su mercado de deuda pública local</i>	<i>País</i>	<i>Participación de Extranjeros en su mercado de deuda pública local</i>
<i>Tailandia</i>	<i>10.6%</i>	<i>Brasil</i>	<i>13.7%</i>
<i>Sudáfrica</i>	<i>35.9%</i>	<i>Colombia</i>	<i>3.6%</i>
<i>Indonesia</i>	<i>33%</i>	<i>Perú</i>	<i>56.2%</i>
<i>Turquía</i>	<i>23.5%</i>	<i>México</i>	<i>37%</i>

Fuente: Ministerios de Finanzas, Bancos Centrales, Federación Mundial de Bolsas y Bloomberg

En diciembre de 2012 se aprobó en el Congreso de la República la Ley 1607 que abrió un poco dicha cuenta, al simplificar y aclarar la redacción del artículo 18-1 del Estatuto Tributario, que grava la inversión extranjera de portafolio, y al reducir la tasa de retención en la fuente del 33% al 14%¹⁹. A lo largo de 2013 se vio algo de volatilidad en respuesta a este cambio en las reglas de la inversión, pero fue en 2014 donde se vio un efecto importante, puesto que la reforma fue uno de los factores que tuvo en cuenta un gestor de

¹⁹ Se crea una tasa intermedia del 25% para los flujos provenientes de paraísos fiscales así declarados por el Gobierno Nacional.



portafolios importante a nivel global²⁰ para aumentar su ponderación s de 3,2% a 8% en el índice GBI-EM Global Diversified, de 1,81% a 5,60% en el GBI-EM Global y de 3,07% a 8,26% en el GBI-EM Global Diversified 15% IG; lo cual implicó un ajuste de los saldos de los extranjeros en el mercado local de deuda pública colombiana muy importante. Así, la participación de extranjeros tanto en TES pasó de 6,5% a 15,4% del saldo total, entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014. Adicionalmente, al tener en cuenta la posición abierta de compras de TES en pesos en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) o de cumplimiento financiero, de estos inversionistas, la participación en el mercado total de TES pasó de 8,2% A 16,7% en el mismo periodo.

Con ello, los inversionistas extranjeros son hoy día una fuerza importante en el mercado de deuda pública.

4.2. Acciones

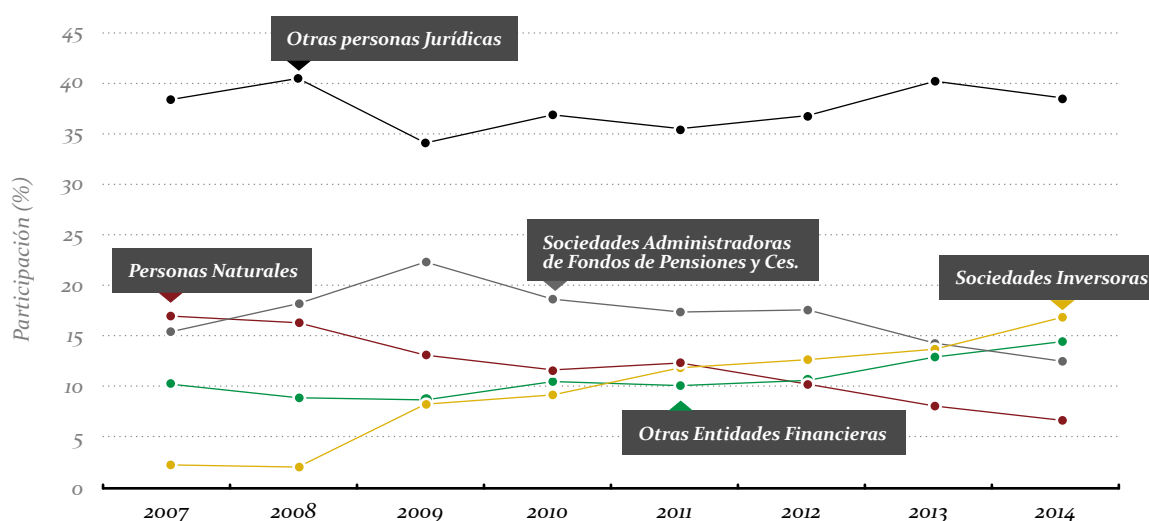
Aunque son el primer activo financiero emitido en Colombia, su desarrollo ha sido irregular y aún hoy es un mercado con poca profundidad y diversidad de actores.

Las primeras acciones y negociaciones de éstas se dieron por fuera de un escenario bursátil a finales del siglo XVI²¹. A lo largo del siglo XX se fueron creando diversos escenarios bursátiles en las ciudades más importantes del país, como lo fueron la Bolsa de Bogotá en 1929, la Bolsa de Medellín en 1961 y la Bolsa de Occidente en 1982. Éstas se fusionaron en 2001 para crear la Bolsa de Valores de Colombia, que es un proveedor de infraestructura no solo en el mercado accionario sino también para los demás activos financieros de la economía.

²⁰ JPMorgan.

²¹ Caballero (2002).

Gráfico 3
Principales Inversionistas Acciones Transadas



Fuente: DCVAL

Al igual que con la deuda pública ha habido ciertos impulsos para su desarrollo, con al menos un factor común a la deuda pública y con todos los activos financieros en Colombia, que son los FPO (Fondos de Pensiones Obligatorias):

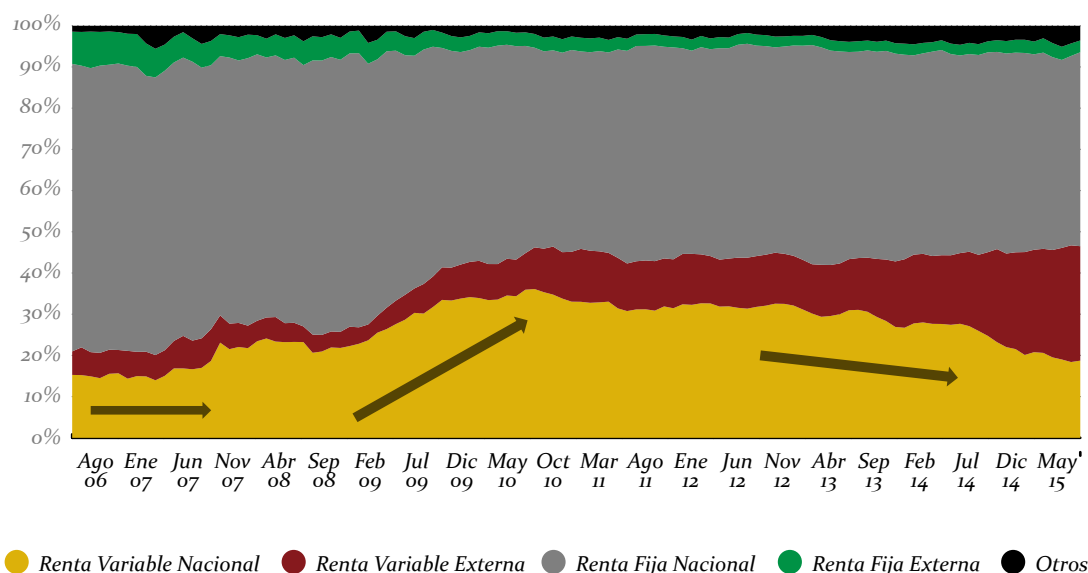
- Los FPO, el ahorro de largo plazo
- Las personas naturales, el ir y venir de la confianza
- Otros agentes

Los FPO, el ahorro de largo plazo

Al igual que con la deuda pública, la creación de las AFP generó un impulso fuerte de demanda para las acciones, y en general para todos los activos financieros del mercado local. En particular con la inversión de sus recursos de los FPO. La naturaleza de estos portafolios llamaba a una participación importante de títulos de renta variable; sin embargo, dicha participación se tardó en el tiempo, es decir, no tuvo el auge que se habría esperado desde el inicio de los portafolios. Los movimientos de valorización de los activos accionarios del año 2009 parecen haber generado finalmente un aumento en el apetito de los FPO por esta clase de activo.

Fue así como en 2009 la participación en la tenencia de las acciones de las AFPs (FPO y FPV) era del 22%, siendo el segundo mayor tenedor después de “otras personas jurídicas”. Esto equivalía al 33.7% del portafolio total de FPO (a diciembre de 2009). En julio de ese año el Congreso de la República aprobó la Ley 1328, con la cual se introducía el sistema de multifondos en la administración del RAIS. Se crearon entonces 3 fondos para la administración del portafolio en la fase de acumulación: el conservador, el moderado y el de mayor riesgo. El nuevo régimen de inversiones, expedido posteriormente generó dos cambios importantes en el comportamiento de estos agentes. Se impusieron límites máximos para la renta variable local, previendo efectos negativos que el tránsito de multifondos ya había tenido para otras jurisdicciones, en particular la chilena. Se limitó dicha exposición a 20%, 45% y 70% para los fondos conservador, moderado y de mayor riesgo respectivamente. También se incluyeron límites mínimos – este tipo de límites no se habían impuesto nunca en los regímenes de inversiones de los FPO hasta dicha reforma-, de 45% y 20% para los fondos de mayor riesgo y moderado respectivamente.

Gráfico 4
Composición Portafolio FPO



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Posiblemente como efecto de la reforma, para 2010 la participación de las AFPs en la propiedad de las acciones bajó a 18.8%. Esta participación continuó cayendo en adelante hasta llegar a 12.8% al cierre de 2014, por una sustitución de renta variable local en favor de renta variable extranjera de los FPO probablemente inducida por los comportamientos de precios locales y por la mayor profundidad de los mercados externos.



La presencia de estos inversionistas generó un dinamismo en este mercado pero también es posible que al ser compradores de largo plazo, se le restara algo de liquidez. Al ser agentes tan grandes para mercados pequeños e ilíquidos, su participación tiene alguna lógica circular puesto que acaban viéndose obligados a disminuir su participación precisamente por el riesgo de liquidez que ellos mismos exacerban.

Las personas naturales, el ir y venir de la confianza

Las personas naturales han sido inversionistas muy importantes en esta clase de activo, aunque su participación ha tenido una evolución irregular a lo largo del tiempo.

Inicialmente, y en ausencia de agentes institucionales muy activos en el mercado, fueron relevantes en la creación de las bolsas, donde ellas participaban a través de los primeros comisionistas de bolsa, que eran agentes cuyo valor esencial era su reputación.

Esta participación tuvo un segundo auge con los procesos de democratización de propiedad de varias entidades públicas y privadas²². Es así como el primer proceso de democratización de la empresa ISA en el año 2000 marca nuevas oportunidades para este tipo de inversionista. Los siguientes procesos, que se concentraron en 2007 y 2011 atrajeron a muchos inversionistas personas naturales. En el siguiente gráfico se muestran las cuentas de personas naturales en el DCVAL, donde se encuentran las acciones desmaterializadas en el mercado colombiano. Como se puede observar, en particular el 2007 tuvo un número importante de cuentas de personas naturales en el depósito, que desciende marginalmente luego y aumenta de nuevo entre 2010 y 2011 de forma muy sustancial.

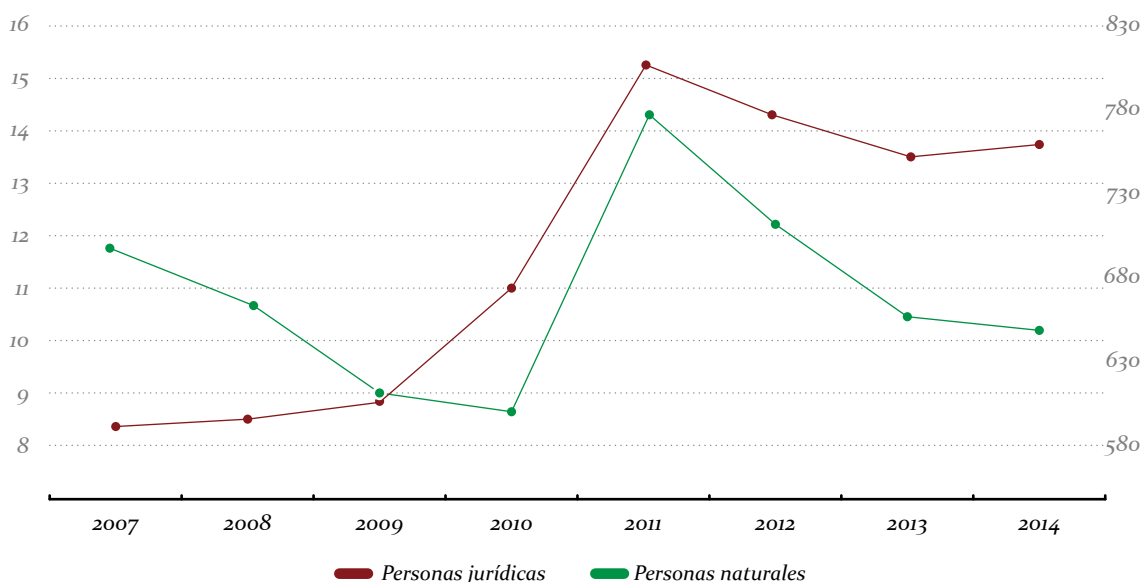
El porcentaje de participación de las personas naturales en montos dentro del total en circulación ha venido bajando sistemáticamente, con lo cual se ilustra alguna tendencia a procesos en los que ingresaron inversionistas pequeños con bajos montos, particularmente en procesos como la primera emisión de Ecopetrol, donde se suscribieron 482.941 nuevos inversionistas, 62% de los cuales fueron personas naturales²³. El único alto en la caída de la participación por volumen se dio en 2011, que como ya se ha visto fue un año particularmente dinámico en la actividad emisora en este mercado.

²² Isa, Ecopetrol, Isagen, ETB, Davivienda, Banco de Occidente, EEB, Grupo Aval, Nutresa, Fabricato y Bancolombia fueron los procesos que se dieron entre 1995 y 2012. Correa, Hernández (2013).

²³ Correa, Hernández (2013).

A finales de 2012 vino la quiebra de la SCB Interbolsa y con ello de nuevo se dio una caída en la confianza de estos inversionistas cuya participación parece haberse diezmado desde entonces.

Gráfico 5
Número de Cuentas (miles)



Fuente: DCVAL

En el caso de las acciones se encuentra que alguna dinámica ha tenido la industria de FICs en este activo. Sin embargo, su impulso más fuerte no se ha dado en las acciones de alta bursatilidad, como si ocurre en otros países, sino en los de baja a través de los fondos de capital privado. Es así que es en los fondos cerrados donde mayor concentración de acciones se encuentra, pero ella corresponde a títulos que no son los transados en bolsa, sino a inversiones típicas de este tipo de fondos no listadas o de baja bursatilidad.

Una posible explicación por esta preferencia puede tener que ver con un sesgo introducido por el marco normativo. Las reformas normativas de 2007 llevaron a la unificación de varios vehículos de inversión existentes para dar paso a las carteras colectivas y a los fondos de capital privado como un tipo de cartera. Estos tenían un trámite diferente y sustancialmente menos costos en términos de autorizaciones previas por parte del supervisor, con lo cual se pudo haber sesgado el desarrollo del mercado en favor de este tipo de fondos. Los fondos de capital privado fueron diseñados en su origen precisamente para activos “privados” en la acepción anglosajona del término que implica que no son comprados por el público general en un proceso abierto en bolsa. En esa medida, los activos que están en estos fondos no tienen que



estar listados o tener liquidez de mercado secundario. Es posible que las diferencias en el proceso de autorización hayan hecho que la oferta favoreciera este tipo de fondos y en los activos en los que estos usualmente invierten.

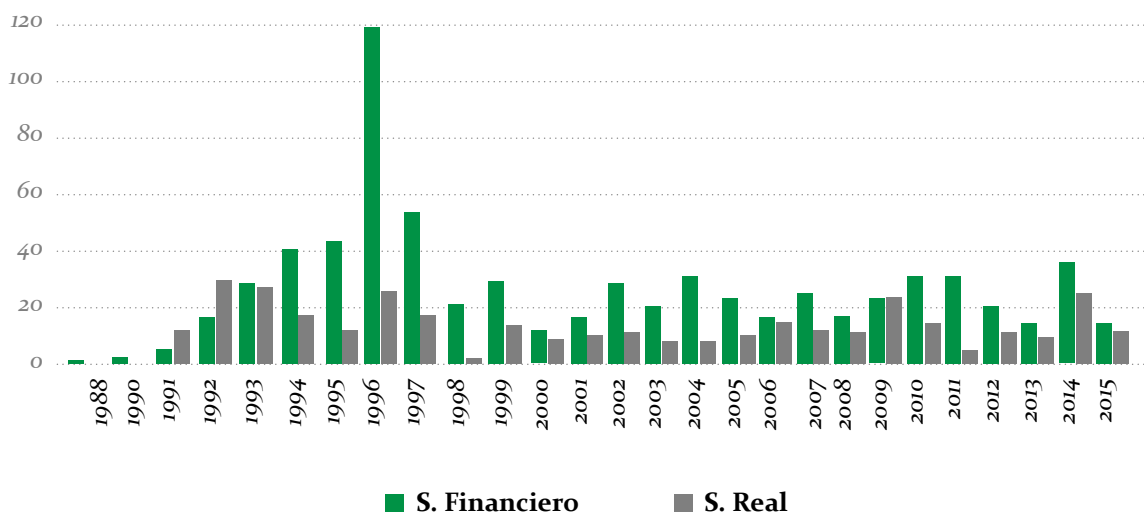
4.3. La deuda privada

La deuda privada ha sido el activo cuyo mercado ha tenido un menor desarrollo en Colombia. Esto no parece ser una irregularidad del mercado colombiano: examinando la base de datos del Banco Mundial *Financial Development Structure and Data Set*, actualizada en noviembre de 2013, se encuentra que para el último dato disponible (2011), 45 países reportan indicadores de capitalización tanto en el mercado bursátil, como en bonos privados y en bonos públicos, como porcentaje del PIB; de los 45, solo 9 reportan porcentajes mayores de capitalización en el mercado de bonos privados que en el de acciones, y 17 lo hacen para el mercado de deuda pública. La gran mayoría de países entonces aparecen con un mercado de bonos privados mucho más pequeño que el de los otros dos activos. En el anexo 1 se presenta el listado de países y sus datos. En el caso colombiano, la capitalización de mercado de los bonos privados reportada para ese año asciende sólo a 0.6% del PIB, mientras que la del mercado de acciones una del 63% y la del mercado de bonos públicos una del 23%²⁴.

El mercado de deuda privada colombiano tuvo alguna dinámica en la segunda mitad de la década del 2000 pero típicamente ha sido un mercado caracterizado por pocos emisores, con tendencia irregular en el mercado, bajos niveles de liquidez y precios de mercado difíciles de descubrir.

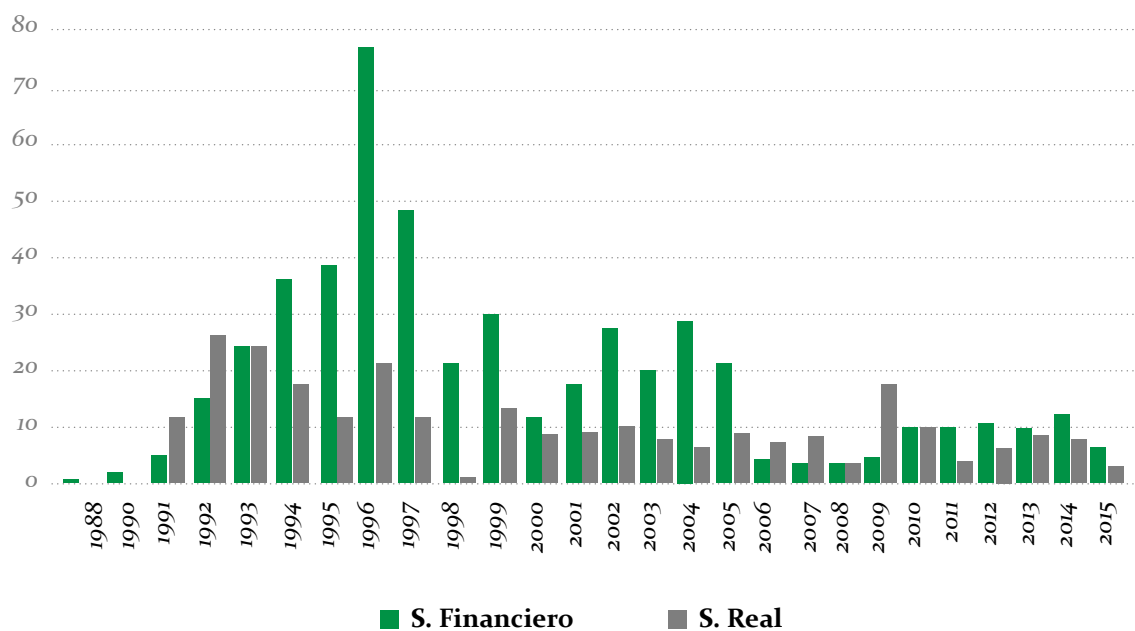
²⁴ Aunque no es claro si la capitalización bursátil incluye solo el flotante en el mercado, la cifra para el mercado de bonos privados sigue siendo muy inferior a los otros referentes.

Gráfico 6
Número de Emisiones Deuda Privada



Fuente: Superintendencia Financiera

Gráfico 7
Número de Emisores Deuda Privada



Fuente: Superfinanciera

Recientemente la BVC produjo un documento de Evolución y Diagnóstico del Mercado de Deuda Privada en Colombia²⁵, en el que se logran descubrir las siguientes tendencias generales en la composición de sus inversionistas, aunque es más complejo en este mercado rastrear sus incentivos:

- Las AFPs fueron un participante importante dentro del saldo de títulos de deuda privada hasta finales de la década de 2000, momento en el cual empezaron a reducir su participación. Estas entidades contaban con el 38% del saldo de papeles en 2007 y pasaron a un 16% en 2014.
- Las SF, sumando todos sus negocios de portafolio (FICs y pensiones) y la posición propia, aparecen como un tenedor importante, con un 40% del saldo en promedio entre 2007 y 2014 (alcanzando un pico de 50% en 2009).
- Los Bancos por su parte pasaron de tener el 15% a tener solo el 5% en el periodo mencionado. Se da una reducción paulatina que puede tener relación con la introducción del Indicador de Riesgo de Liquidez que deben calcular los establecimientos de crédito con la entrada en vigencia del SARL (Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez), norma expedida por la Superintendencia Financiera en 2008 y que entró en vigencia en enero de 2009²⁶.
- Finalmente, aparecen unos “otros agentes”, fundamentalmente inversionistas del sector real y personas naturales cuyas tenencias han incrementado sustancialmente pasando de tener el 7% del saldo de papeles en 2009 al 33% en 2014. Sin embargo, no es claro qué tipo de incentivos puedan estar detrás de este incremento, o a qué incentivos estén respondiendo estos agentes.

Es en el mercado de deuda privada donde mayor participación relativa se encuentra de los FICs. Si bien este resultado es alentador, existen consideraciones que llevan a una conclusión menos optimista. Lastimosamente dicha participación se concentra fundamentalmente en papeles emitidos por el sector financiero y particularmente CDTs, los cuales en realidad constituyen un activo del modelo intermediado y no realmente del mercado de capitales, como se verá más adelante.

En este equilibrio pudieron jugar diversas fuerzas de oferta y demanda. Típicamente los clientes han buscado tener trinitades imposibles al aproximarse al mercado de capitales (una vez más ilustrando un conocimiento limitado de lo que este puede ofrecer): liquidez a la vista, alto retorno y bajo riesgo. Los administradores eligieron en algún momento del tiempo conjugar dos de estas características y ofrecer fondos a la vista pero invertidos en títulos de deuda pública con liquidez secundaria pero volatilidad en

²⁵ González, Miguélez y Valderrama (2015)

²⁶ Circular Básica Contable y Financiera, Superfinanciera, Cap. VI



sus precios. En 2002 el mercado vivió un periodo de alta volatilidad y aumento de todas las primas de riesgo ante la perspectiva y posterior confirmación de la llegada de Luis Inácio Lula da Silva a la presidencia de Brasil. En esa coyuntura se hizo evidente que muchos de los fondos a la vista tenían duraciones excedían la tolerancia real de riesgo de los clientes, en particular en papeles de deuda pública.

Es posible que después de este episodio en el que hubo pérdidas, los fondos se hayan concentrado en papeles de baja duración y poquísima liquidez, que por ello mismo no presentan volatilidad de mercado porque, al no negociarse, no marcan precios adecuados de valoración. Este equilibrio es subóptimo puesto que los clientes perciben una estabilidad que no es real y que se pone a prueba en escenarios de volatilidad como los vividos en 2013 en lo que fue llamado los “tapering tantrums”. En esa coyuntura se evidenció que al acortarse en duración pero perder liquidez secundaria llevó a los portafolios a un equilibrio igual o más riesgoso que el de 2002.

En este recuento se observa que en los tres activos en los cuales se dividió este análisis, el ahorro colectivo que ha resultado más importante es el pensional obligatorio, y que solo en la deuda privada se encuentra una participación relevante de los FICs; pero, como se ilustró, quizá aún no con la vocación de sostenibilidad necesaria.

5. Los Incentivos en la Industria de Administración de Activos en Colombia

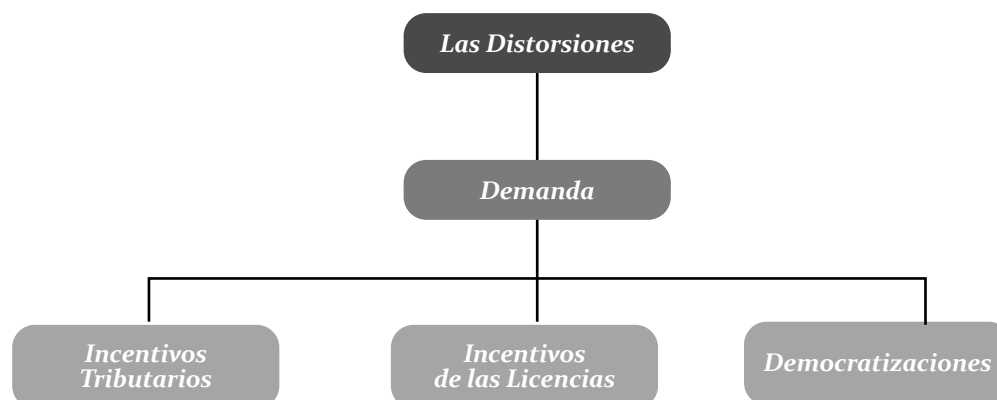
Al revisar el capítulo anterior se concluye que no existe un mercado en el que la inversión colectiva – diferente del ahorro pensional obligatorio- haya jugado un rol dominante. Si bien este tipo de ahorro participa de todos los activos mencionados, no ha sido un protagonista de su desarrollo. En este capítulo se propone la idea de que en Colombia han existido una serie de incentivos que han sesgado el mercado de capitales, desincentivando la creación de una industria de administración de portafolio como la que se conoce en otros países.

La utilidad de este análisis sería lograr que al examinar estas distorsiones históricas se pueda tener una mejor idea de cómo explotar el potencial de desarrollo de una industria de administración de activos y en particular de una industria de FICs, buscando el equilibrio elaborado en el capítulo 3 de contar con un mercado de capitales que se apoye en este tipo de vehículos para atender a los inversionistas colombianos.

A continuación se presentan entonces algunos de los incentivos que pueden haber moldeado la industria de administración de portafolio en Colombia, haciendo que ésta se distancie del cumplimiento de sus funciones teóricas. Este tipo de incentivos se han dividido de la siguiente forma:

Figura 1

Determinantes de la estructura de la industria de administración de portafolios en Colombia:





Por el lado de la demanda, una de las distorsiones más fuertes que existen en la administración de portafolios financieros, es la estructura tributaria colombiana. Para ilustrar este punto he escogido algunas características del estatuto tributario, que probablemente no son las únicas, pero pueden haber contribuido a moldear un mercado que no se asemeja mucho a los de otras economías.

5.1. Incentivos Tributarios

a. Los incentivos a la adquisición de vivienda

El estatuto tributario tiene dos incentivos para la adquisición de finca raíz, que surgen de la crisis hipotecaria que el país vive a finales de la década de los 90.

En el artículo 119 el estatuto le permite al contribuyente: “aunque no guarden relación de causalidad con la producción de la renta” deducir “los intereses que se paguen sobre préstamos para adquisición de vivienda del contribuyente, siempre que el préstamo esté garantizado con hipoteca si el acreedor no está sometido a la vigilancia del Estado, y se cumplen las demás condiciones señaladas en este artículo.”

Por su parte, en el artículo 126-4, le da el carácter de renta exenta a las sumas que los contribuyentes personas naturales depositen en las cuentas de ahorro denominadas “Ahorro para el Fomento a la Construcción” (AFC) hasta un valor que, adicionado al valor de los aportes obligatorios y voluntarios del trabajador no exceda del treinta por ciento (30%) del ingreso laboral o del ingreso tributario del año, según corresponda, y hasta un monto máximo de tres mil ochocientas (3.800) UVT por año, que equivale en 2015, aproximadamente a \$107 millones de pesos. Cabe anotar que antes de la Ley 1607, la naturaleza exenta de los aportes se extendía al 30% de los ingresos y no tenía ningún límite de valor absoluto como si lo tiene hoy día.

La suma de estos dos artículos constituye una exención doble para la adquisición de vivienda, en la medida en que un contribuyente puede endeudarse, y canalizar sus cuotas a través de su cuenta AFC con lo cual, su pago de intereses al menos, está siendo amparado por ambos beneficios.

Este estímulo tributario puede haber fomentado las inversiones en finca raíz en Colombia en particular al compararlas con las inversiones financieras que son las que podrían competir por el mismo flujo de ahorro. Muchos otros países tienen deducciones a la deuda que en efecto han estimulado comportamientos especulativos en los mercados hipotecarios.



Estados Unidos y algunos países europeos como Bélgica, Italia, Holanda, España y Suiza tienen algún tipo de beneficio tributario para la deuda hipotecaria, y posiblemente fue este un factor que exacerbó los elementos de riesgo que desencadenaron la crisis financiera de 2008. En el caso de Holanda, sus subsidios se ubican en niveles superiores al 2% del PIB al año y acumuló uno de los niveles más altos de deuda hipotecaria a PIB²⁷; el retiro de los mencionados estímulos pudo haber originado una caída de aproximadamente 8% en los precios de la vivienda en 2012 (Mastrogiacomo 2013). En efecto, según lo presentan Boelhouwer et al (2004), los cambios en los sistemas tributarios tienen efectos sobre las sendas de precios de los activos inmobiliarios²⁸ con lo cual parece plausible pensar que afectan de medida importante la demanda sobre estos activos y la preferencia frente a otro tipo de activos.

En términos más generales, la estructura tributaria influencia la estructura de portafolio que escogen los agentes para distribuir su riqueza intertemporalmente. Poterba (2001) hace un recuento de los canales a través de los cuales se pueden dar estos efectos, aunque la evidencia empírica es escasa por la riqueza de información de balances que se requiere para construirla.

b. Los beneficios de los FPV

Los beneficios al ahorro en los FPV, tienen un esquema muy similar que los otorgados para el ahorro en las cuentas AFC y están normados en el artículo 126-1 del Estatuto Tributario. No existe un estudio empírico que ilustre cómo ha afectado la coexistencia de estos beneficios la estructura del portafolio de los hogares en Colombia, en particular de los más ricos. Sin embargo, el efecto que se quiere resaltar en este punto va más allá de la determinación de la asignación de activos para invertir el ahorro de los agentes.

Lo que se quiere resaltar en términos de incentivos es que una parte de la inversión en activos financieros de los hogares ha estado determinada por este beneficio tributario y no por el retorno de las inversiones, o el comportamiento –mejor o peor - de sus administradores. De hecho es posible incluso que haya restado atención de los afiliados (que son los principales en este caso) a las comisiones que los administradores cobran, puesto que el incentivo estaba determinado por el descuento tributario.

Aunque el beneficio tributario generara incentivos positivos para la inversión en activos financieros, el hecho de que tuviera tal peso en la decisión de inversión probablemente altera la selección de

²⁷ *The Great Distortion y Ending the Debt Addiction a Senseless Subsidy* The Economist, mayo de 2015.

²⁸ De la misma forma Sommer y Sullivan (2014) encuentran que la remoción de estímulos tributarios afectan negativamente el precio de la vivienda en Estados Unidos.

administradores, el tipo de consideraciones que se hace para escogerlos, mantenerlos y exigirles resultados. La atención a la escogencia de determinados “benchmarks” y los niveles de retorno por encima de ellos que pudieran generar los administradores puede estar atenuada por el estímulo tributario. No se pretende aquí hacer un juicio de valor de la señal tributaria per se, sino resaltar que altera la forma en que la industria de administración de portafolios era evaluada y en consecuencia pudo tener efectos en su conformación y evolución.

c. El impuesto a las transacciones financieras

El impuesto a las transacciones nace en Colombia en 1998 en el Decreto 2331 al amparo de un estado de emergencia económica, con una tarifa inicial de 2 por mil. En el año 2000 la tarifa aumentó a 3 por mil y finalmente en 2003 llegó a la tarifa actual de 4 por mil.

En la evolución del impuesto las transacciones del mercado de capitales (incluyendo el mercado cambiario) quedaron exentas de su pago, con cual se estimuló la utilización de vehículos de mercado para lograr realizar pagos que estuvieran exentos del gravamen. Es así como durante un período extendido de tiempo se utilizaron vehículos de inversión, como los llamados APTs (denominación a los recursos que administraban las SCB bajo la figura de la administración de portafolios de terceros), los fondos de inversión colectiva, entonces llamados carteras colectivas, y la fiducia individual de inversión, por mencionar algunos, para que los aportantes pudieran luego dispersar pagos a terceros sin incurrir en el pago del gravamen. No es el ánimo de este trabajo juzgar dicha práctica desde ningún punto de vista, sino ilustrar cómo de nuevo había un incentivo tributario moldeando los vehículos de inversión del mercado de capitales, influenciando la oferta de productos y el tipo de resultado que estaban buscando los principales. En particular, se busca resaltar como la lógica de éstos no era la de juzgar a los administradores por su comportamiento netamente financiero, como ocurre normalmente con la industria de administración de portafolios.

d. El estímulo a la deuda

El artículo 117 del Estatuto Orgánico establece que los intereses que se causen en obligaciones, pueden ser deducidos en su totalidad en la renta del contribuyente (exceptuando a los agentes que intermedian como objeto social²⁹) para el cálculo de su impuesto.

²⁹ “No se aplicará a los contribuyentes del impuesto sobre la renta y complementarios que estén sometidos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, ni a los que realicen actividades de factoring, en los términos del Decreto número 2669 de 2012.”

En este caso el efecto que resulta interesante es el sesgo en la estructura de financiación que esto puede generar en las firmas y los impactos del tipo de mercado de capitales que dichas decisiones conllevan. Este beneficio en conjunto con otros elementos de la estructura tributaria pudo desestimular la participación de ellas como emisores.

Lo anterior no pretende ser un recorrido exhaustivo de todos los efectos que la tributación tiene en la formación del mercado de capitales y en particular en la modelación de la industria de administración de portafolios, sino ejemplos de cómo dicha estructura tiene un impacto. Este impacto posiblemente ha sesgado la forma de la industria al contar con clientes que en muchos casos no evaluaban sólo el perfil de riesgo-retorno de los portafolios, los “benchmarks” y excesos de retorno, costos de comisión, etc, es decir, los factores que normalmente analiza la demanda al aproximarse a la industria. Así mismo pudo impactar la decisión de las firmas para participar como emisores.

5.2. Incentivos de las Licencias

En Colombia existen cuatro tipos de administración de portafolios colectivos profesionales: i) las pensiones obligatorias y cesantías, ii) las pensiones voluntarias, iii) las pensiones públicas y iv) los FICs; y dos tipos de administración delegada de portafolios individuales: i) la administración de portafolios de terceros y ii) la fiducia individual de inversión.

Los administradores de este tipo de vehículos son quienes conforman la industria de administración de portafolios. Estas licencias están otorgadas a diferentes tipos de agentes en el mercado:

- i) Los FPO y los FC pueden ser administrados por las Administradoras de Fondos de Pensión AFP
- ii) Los FPV pueden ser administrados por las AFPs, las sociedades fiduciarias y las compañías de seguro
- iii) Las pensiones públicas pueden ser administradas por las mismas entidades que los FPV
- iv) Los FICs pueden ser administrados por las SCB, las SF y las SAI
- v) Los APTs son administrados por las SCB
- vi) La FII es administrada por las SF

Todos los tipos de entidades aquí enumerados tienen licencia para realizar otro tipo de negocios aparte de los aquí reseñados, excepto las AFP que se dedican exclusivamente a la administración de portafolios y las



SAI, cuya vocación era la de administrar FICs pero cuyo modelo no ha sido muy desarrollado en Colombia. Las SCB cuentan con el contrato de comisión, las SF con otros negocios fiduciarios, etc.

En esta sección se busca ilustrar cómo es posible que la convivencia de otras licencias con aquellas de la administración de portafolios pudo haber contaminado los incentivos de los administradores, haciendo que se desviaran de un modelo tradicional de administración de activos como los que se encuentran en otras jurisdicciones.

En particular, y debido al enfoque de este trabajo, el énfasis se hace entre la “competencia” de licencias que se da dentro de las SCB y las SF, quienes son los grandes administradores de los FICs (a fin de septiembre de 2015 administraban el 99% del total de FICs).

De nuevo, al igual que con los incentivos tributarios, no se pretende hacer una evaluación exhaustiva de todos los posibles sesgos que introduce en la oferta de administración de portafolios la convivencia de diferentes licencias dentro de sus administradores, sino mostrar cómo, al menos en algunos casos, se crean algunas distorsiones.

La posición propia de las SCB

Como se mencionó previamente en este trabajo, desde abril de 1999 la inflación en Colombia pasó a cifras de un solo dígito. Mientras que para la década de los 80 y 90 la inflación promedio fue de 23.5% y 23.4% respectivamente, en la siguiente década cayó a 6.5% y en lo corrido de la presente década a 2.95%. Ese proceso se dio al tiempo en que la duración de la deuda pública del Gobierno Nacional Central aumentaba, proceso que dio su primer gran paso con la emisión de los títulos a tasa fija nominal de 10 años en 2002. La caída en las tasas de interés nominales y el aumento en la duración de estos papeles hacía que se ampliara el margen de ganancias de capital en este mercado, negocio en el cual participó crecientemente la industria a través de la llamada posición propia.

El artículo 7 de la Ley 45 de 1990 en sus dos primeros literales autorizó a las SCB “a) Intermediar en la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia; y b) Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado.”



Con esta autorización las SCB podían administrar portafolios de terceros, actuar bajo el contrato de comisión y también actuar en posición propia en el mercado. Mientras que en el negocio de administración de portafolios y de contrato de comisión el ingreso de la SCB está atada a una comisión que puede tener o no un componente atado al exceso de retorno sobre algún “benchmark”, en el negocio de la posición propia la SCB gana (y pierde) con el comportamiento del mercado. Es decir, en el caso de la posición propia, como su nombre lo implica la SCB tiene toda la exposición y en consecuencia todas sus pérdidas o ganancias.

En una coyuntura de mayores posibilidades de ganancias de capital como la descrita, cada vez más SCB crecieron su negocio de posición propia, con algunas de ellas especializándose en tener operarios que utilizaban el vehículo para transar para sí mismos, usando la licencia profesional del intermediario, en tanto había expectativas de utilidades que querían ser aprovechadas por los accionistas y estos operarios que de alguna manera asumían un riesgo similar al de un propietario. Esta práctica hizo que durante un período de tiempo otras áreas del negocio no fueran las más importantes dentro de la operación de las SCB, incluyendo la administración de portafolios.

Las SF y los negocios fiduciarios

La licencia de la SF típicamente se agrupa entre los encargos fiduciarios y la fiducia mercantil, distinguiendo entre los negocios en los que no hay entrega de propiedad por parte del fideicomitente y en los que sí la hay. Sin embargo, para propósitos de esta sección se va a diferenciar solo los negocios de inversión, que se denominarán de administración de portafolio, del resto de negocios fiduciarios.

La primera categoría recoge la administración de FICs, de recursos de la seguridad social y otros portafolios de inversión. La segunda, es una categoría bastante amplia en la que se recogen la fiducia de administración, la fiducia inmobiliaria y la fiducia en garantía, dentro de las que conviven una gran cantidad de mandatos que además abarcan actividades muy disímiles, desde la administración inmobiliaria hasta el recaudo de peajes.

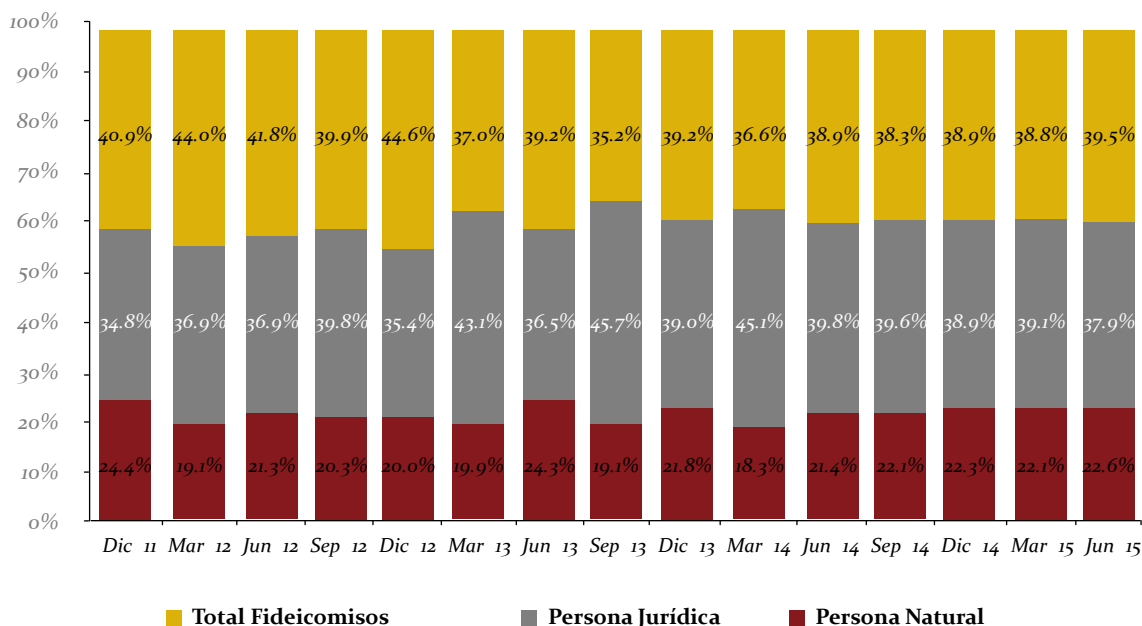
En Colombia la licencia fiduciaria ha sido muy importante en el desarrollo del sistema financiero. El monto de activos fideicomitados a julio de 2015 ascendía a \$344.8 billones, 29% del total de activos del sistema financiero (dentro de su balance o provenientes de recursos administrados)³⁰.

³⁰ Fuente: Informe de Actualidad del Sistema Financiero Colombiano, julio de 2015

El resto de los negocios fiduciarios es una rama de negocio importante para estas entidades, en la que se mueven enormes sumas de dinero. A julio de 2015 del total de activos fideicomitados el 65.8% correspondía negocios fiduciarios diferentes a los de inversión.

Esto también ha implicado que una parte importante de los recursos que administran en sus FICs provienen de sus negocios fiduciarios, con lo cual se han entrelazado los dos negocios, generando subsidios cruzados entre ellos haciendo que se confundan los incentivos que operan en cada uno.

Gráfico 8
Evolución Activos por Tipo de Cliente



Fuente: Asofiduciarias ³¹

Es una práctica de mercado que las comisiones que se cobran en el negocio fiduciario estén mezcladas con las que se cobran en la administración de portafolios. Eso lleva a un encarecimiento del negocio de administración, que se reparte entre clientes que tienen negocios fiduciarios y otros que no los tienen, generando problemas de equidad entre estos. Así mismo mezcla los incentivos que los mandantes en el negocio fiduciario tienen como principales en el negocio de administración de portafolios: es decir, éstos

³¹ Esta información corresponde a 79% de las entidades que administran FICs en la industria, y 88% del saldo administrado.

no están guiados por la búsqueda de un perfil particular de riesgo-retorno y dispuestos a pagar una comisión por obtenerlo, sino por otros factores que son pertinentes a su rol como mandantes. Aunque el cuadro a continuación no es en modo alguno evidencia contundente de lo que aquí se menciona, sí ilustra cómo el grueso de los activos fideicomitidos resta y no suma en las utilidades del negocio total.

Cuadro 2
Sociedades Fiduciarias
Cifras en millones de pesos

<i>Tipo de Negocio</i>	<i>Activo</i>	<i>Utilidades</i>
<i>FICs</i>	<i>44,551</i>	<i>730</i>
<i>Seguridad Social</i>	<i>72,244</i>	<i>2,805</i>
<i>FPV</i>	<i>1,372</i>	<i>25</i>
<i>Otros negocios fiduciarios</i>	<i>226,675</i>	<i>-104</i>
<i>Total</i>	<i>344,843</i>	<i>3,457</i>

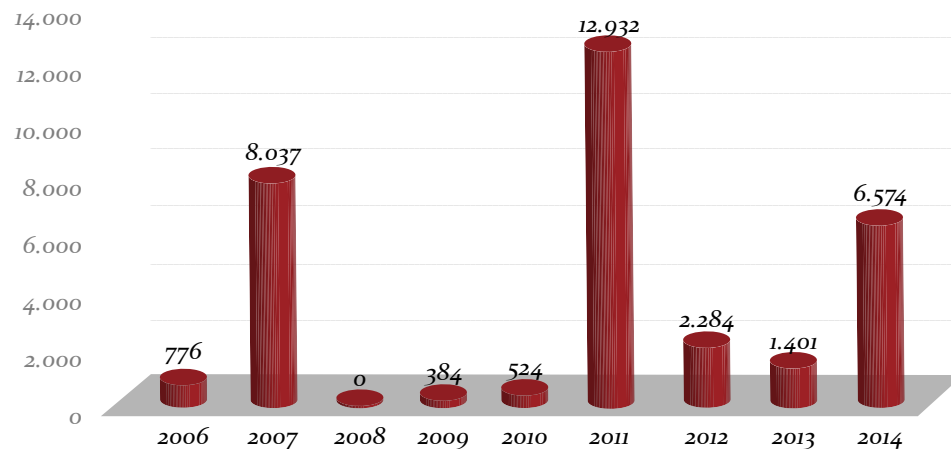
Fuente: Superfinanciera

Esto hace que una porción muy importante de los FICs estén afectados por lógicas que van más allá de sus “benchmarks”, excesos o defectos de retorno (“alpha”), “track records”, etc, contrario a lo que ocurre con una industria típica de administración de portafolios.

5.3. Democratizaciones

En Colombia se buscó activamente conseguir una democratización en la tenencia accionaria de ciertas especies de renta variable, entendida ésta como una participación masiva de inversionistas pequeños y una gran dispersión de la propiedad accionaria de ciertas compañías. Este fenómeno tuvo algunos años de auge, en particular 2007 y 2011.

Gráfico 9
Emisiones Primarias de Acciones



Fuente: DCVAL

Este fenómeno, que sin duda tiene méritos, trae algunas consecuencias que, en mi opinión, pueden haber sesgado también el desarrollo del mercado en Colombia, al menos el de renta variable, en tanto que estimuló la participación directa de pequeños inversionistas que no utilizaron las figuras de administración delegada.

Esta participación directa ha tenido las siguientes consecuencias:

- La participación directa de clientes pequeños no expertos típicamente resultó en portafolios que solo contaban con una especie, sin contar con ningún beneficio de diversificación.
- Muchos de estos clientes no tenían una adecuada comprensión de los riesgos de la renta variable – en general- ni de la especie que estaban adquiriendo – en particular-.
- Si un cliente hubiese querido tener una mayor diversificación en su estrategia entonces tendría que haber incurrido en múltiples costos de transacción sin ninguna de las economías de escala que un intermediario profesional puede ofrecer.
- La participación directa de estos clientes pequeños ha resultado en grandes costos para los emisores: costos transaccionales – la dispersión de pagos a esta base de tenedores ha resultado ser costosa- y de atención de quejas y reclamos.
- Esto no quiere decir que cierto tipo de inversionista persona natural presente de forma directa en el



mercado no sea conveniente, pero que quizá se llegó a personas naturales que no tenían la experiencia, conocimiento y capacidad de administrarlas individualmente, lo cual ha resultado negativo para el desarrollo general del mercado y para dichos inversionistas.

Este modelo pudo haber exacerbado la pérdida de confianza de muchos de ellos en el mercado de renta variable y quizás en el resto del mercado de capitales. En cualquier caso, la promoción de éste sesgó recursos que podrían haber sido intermediados por vehículos de inversión colectiva hacia cuentas individuales, como se ilustró en la gráfica 5.

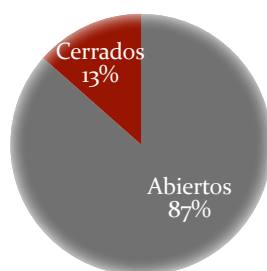
Finalmente, al generar un gran número de cuentas pasivas de clientes que no generaban ninguna actividad transaccional, esta estructura de tenencia reduce las señales de mercado que se generan puesto que no hay operaciones para formar precio. Como se vio al inicio de este documento, dichas señales son uno de los beneficios económicos de contar con un modelo de mercado y en esa medida, aunque se trata de financiación de mercado y no a través de un modelo intermediado, este sesgo reduce los beneficios generales para la economía de tener dicha financiación.

6. El Resultado

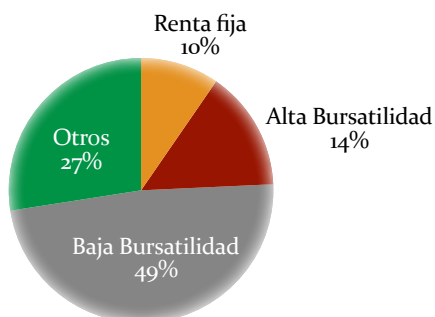
El resultado de este conjunto de incentivos y circunstancias que han moldeado el desarrollo de la industria de administración de portafolios no pensionales en Colombia, se puede observar en los siguientes gráficos:

Gráficos 10, 11 y 12

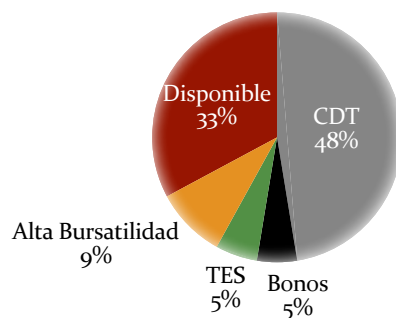
Total Fondos



Fondos Cerrados



Fondos Abiertos



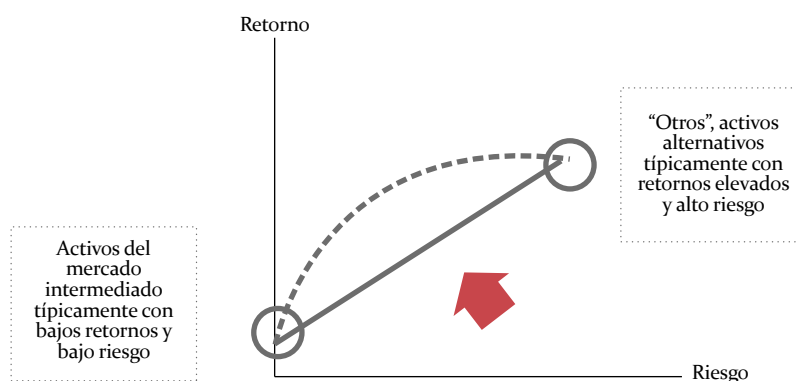
Fuente: Superfinanciera; datos a junio de 2015

El 87% de los fondos son fondos abiertos, es decir, que se pueden redimir a la vista³². El 81% de estos fondos están invertidos en productos del mercado bancario, o de establecimientos de crédito y no en instrumentos típicos del mercado de capitales. Es decir que de alguna forma, a pesar de contar con un monto importante de recursos administrados, los FICs que deberían ser vehículos que asignen recursos en un modelo de mercado, lo han hecho hacia un modelo intermediado, con lo cual de nuevo se están dejando de lado los beneficios económicos que se resaltaron en las primeras secciones de este trabajo.

La porción de activos que no está dedicada a ese mercado intermediado, o el segmento más amplio de ésta al menos, corresponde a las inversiones en “otros” y acciones de baja bursatilidad de los fondos cerrados. Este tipo de activos tampoco pertenecen al mercado de capitales como tal: los “otros” porque corresponden a activos alternativos que típicamente no se represen en valores, y las acciones de baja bursatilidad porque precisamente esa categoría lo que denota es que no son activos transados en el mercado.

Una forma de representar este resultado es usando una frontera eficiente de portafolio para ilustrar cómo este mercado podría estar asignando de manera subóptima sus recursos. La asignación de portafolio que se observa en la composición de los FICs, se concentra los extremos de la frontera: por una parte una porción importante de sus activos está invertido en la parte de menor riesgo y bajo retorno, y el siguiente tipo de activo más importante por concentración son aquellos que se ubican en el extremo contrario de la curva, como se ilustra en la Figura 1. El resultado es una línea recta, o si se quiere solo dos puntos, que no aprovechan el resto del mercado, sacrificando así la oferta de valor.

Figura 2
Frontera Eficiente de Portafolio



³² Aunque ese no es el único factor diferenciador entre éstos y los fondos cerrados, la regulación sí impone un peso importante a su plazo de redención.



Este mercado tendría que hacer una transformación si quisiera dejar de ser un “instrumento” del mercado bancario intermediado y pasar a ser la industria base del mercado de capitales en Colombia, junto con los FPO y las compañías de seguro, que típicamente constituyen el conjunto de inversionistas institucionales de una economía.

Esa transformación tiene diversos elementos, algunos de los cuales podían estar determinados por la regulación, algunos otros por incentivos como los descritos en la sección anterior, y finalmente por la decisión de la industria de maximizar su potencial de desarrollo, lo cual traerá consecuencias en su rentabilidad y en el bienestar del país. Algunos de estos elementos se han ido transformando, como por ejemplo la regulación. Otros, como el entorno tributario no se han reformado, y el proceso para ello es más complejo. Otro tipo de incentivos probablemente no se pueden modificar, pero es posible que la industria sea capaz de modificar la forma en que reacciona ante ellos. Las siguientes secciones buscan describir el nuevo entorno regulatorio a raíz de la expedición de los decretos 1242 y 1243 y plantear algunas ideas sobre posibles desarrollos de la industria que aprovechen las condiciones existentes para su transformación.

7. Entorno Regulatorio

Hasta el 2013, el marco regulatorio estaba contenido en el decreto 2175 de 2007 la regulación dividía los vehículos administrados por las SCB -fondos de valores y fondos de inversión- y los administrados por las SF -fondos comunes ordinarios y especiales-. Con el decreto en cuestión se hace un esfuerzo fundamental dentro de la regulación colombiana, por acercar esta industria a estándares internacionales. Se crea un solo tipo de vehículo, llamado cartera colectiva, que podrá ser administrada por las SCB, las SF y las sociedades administradoras de inversión (SAI).

El decreto 2175 marcó un punto de evolución fundamental para esta industria que tuvo un desarrollo muy importante a partir de su expedición. Sin embargo, con el paso del tiempo el desarrollo mismo del negocio evidenció que existían desarrollos regulatorios adicionales que podrían fomentar aún más su crecimiento y profundización. Es así como se expiden los decretos 1242 y 1243 de 2013, intentando consolidar un marco normativo que le permitiera a la industria de FICs colombiana competir internacionalmente en dicho negocio.

En términos generales el decreto 1242 buscaba dos objetivos generales: i) permitir la especialización de los agentes en las diferentes partes del proceso de administración; ii) facilitar procesos de autorización por familias para aquellos tipos de gestión de riesgo que tuvieran elementos comunes; y el decreto 1243 introducir la figura del custodio en el mercado local, como elemento esencial de la gestión del problema principal-agente en la administración de portafolios.

En particular la especialización le abre las puertas a modelos desarrollados en otros países con amplia penetración de la industria de fondos, para poder desarrollar el negocio en Colombia. Previo al decreto 1242, si bien era permitido que se distribuyeran ciertas tareas entre diferentes agentes, el esquema de responsabilidades hacía que la especialización rara vez fuera atractiva. En esa medida, el cambio normativo permite una industria más eficiente que explote economías de escala en diferentes aspectos del proceso: la gestión del portafolio, la administración o la distribución. Así mismo permite que se distribuyan localmente fondos cuyos gestores son no residentes expertos en activos externos, logrando una ampliación de la frontera de portafolios eficiente a la que tiene acceso el cliente local.

Las labores de gestión, administración y distribución de los fondos exigen destrezas diferentes, con lo cual pueden explotarse economías de escala si ciertos agentes se especializan en alguna de las tres. Esto

puede reducir los costos de operación, reduciendo los costos de acceso para los clientes y permitiendo llegar a un público más amplio de inversionistas. También permite que se desarrollen nuevas tecnologías en cada uno de estos procesos puesto que los agentes concentran su proceso de innovación en lugar de en toda la cadena de valor. Finalmente, también es posible que se alineen mejor los incentivos. Tener un distribuidor que “escoja” los mejores fondos para retener a sus clientes, mejora el servicio que se le presta a estos últimos, incentiva la competencia entre los gestores de los fondos por mostrar mejores resultados y concentra su tarea en maximizar el interés del cliente.

El otro cambio incluso más relevante dentro de los decretos descritos, es la introducción de la figura del custodio local, al menos para los FICs. En Colombia no existía esta figura, lo cual constituía la desviación más evidente del entorno regulatorio colombiano respecto de los estándares internacionales. Si bien la tarea de esta figura está enfocada a la protección de los recursos de los clientes y no propiamente al “desarrollo del negocio”, es posible que su inexistencia hubiera contribuido a una menor confianza de los clientes en términos generales en el mercado de capitales. Entre 2006³³ y 2015 ha habido algunos incidentes en los que clientes han perdido o estado a punto de perder recursos en el mercado (incluyendo el mercado que opera en la Bolsa Mercantil de Colombia), no por eventos asociados al riesgo financiero de las inversiones sino a conductas propias del uso indebido de recursos de los clientes. Esto ha generado impactos negativos para la reputación de todo el mercado y en particular para las figuras de administración delegada. En esa medida, empezar a fortalecer dicha protección es fundamental si la industria quiere desarrollarse a su máximo potencial.

El haber introducido la figura del custodio, inicialmente en el mundo de los FICs, y, ojalá para bien del mercado posteriormente en el resto de la administración delegada de portafolios, no solo genera un mejor nivel de protección para los intereses del inversionista, y para la integridad del mercado sino también otra serie de externalidades positivas. Tener un tercero en capacidad de centralizar el “back office” de los administradores de portafolio, genera condiciones óptimas para que éstos y otros agentes le deleguen más elementos de dicha tarea. Esto de nuevo genera economías de escala que reducen los costos de transacción de todo el mercado de capitales, y obliga que las entidades que van a utilizar esta figura tengan que llevar sus condiciones operativas a un nivel que les permita conectarse con los custodios bajo ciertos estándares mínimos, que anteriormente no existían. Esto ha ido repercutiendo positivamente en los niveles de gestión del riesgo operativo en la compensación y liquidación de operaciones del mercado colombiano.

³³ En 2006 nace la Superintendencia Financiera y de alguna forma se marca un hito respecto de la estructura actual del mercado.

Sin esta figura la pretensión de una integración regional del mercado de capitales y de competir internacionalmente por el desarrollo de la industria de administración de portafolios sería inútil. En general, competir por recursos de inversionistas, emisores o jugadores de mercado internacionales requiere tener los más altos estándares en términos de protección al inversionista, no respecto del riesgo financiero –que éste deberá seleccionar y asumir- sino del cumplimiento de su mandato y la integridad de los recursos dados en administración.

8. Transformación

Como se elaboró en el capítulo 4, en el mercado colombiano han existido un conjunto de incentivos que presumiblemente pueden haber guiado la industria de administración de portafolio, y en particular la de FICs al equilibrio actual, en la que, es la tesis de este trabajo, se han constituido en un vehículo altamente concentrado en productos intermediados que no son propios del mercado de capitales, dejando en la mesa muchos de los beneficios que el desarrollo de dicho mercado trae para la economía en general.

Los incentivos mencionados difícilmente van a ser modificados: ellos dependen de reformas legales de difícil trámite, porque se afectan los intereses de varios agentes, incluyendo a los mismos administradores que legítimamente tratarían de conservar el perímetro actual de sus licencias.

En esa medida, para poder transformar la industria para maximizar su desarrollo, los administradores tienen que cambiar la función de reacción que hasta ahora han tenido a este conjunto de incentivos, bajo la premisa de que al hacerlo podrán obtener un mayor nivel de ganancias en el manejo de todas sus licencias en la medida en que el cambio de modelo no tiene que necesariamente ir en detrimento de las otras licencias, sino en favor de que cada una de ellas establezca sus precios de forma adecuada, y que se le presente al cliente una oferta de valor diferente que la que ha prevalecido, precisamente recalando de que este último también está dejando retornos sobre la mesa.

Cuál es el incentivo para esta transformación?

Cuadro 3

<i>Variable</i>	<i>Colombia</i>	<i>Chile</i>	<i>México</i>	<i>España</i>	<i>Brasil</i>
<i>PIB (millones USD)</i>	307.370	264.100	1.296.000	1.406.855	2.244.000
<i>PIB Per cápita (USD)</i>	6.390	15.209	10.774	29.470	11.072
<i>Activos en FICs (millones USD)</i>	22.354	44.321	124.719	278.227	1.146.070
<i>Activos / PIB</i>	7,3%	16,8%	9,6%	19,7%	51,1%
<i>Población total</i>	48.104.000	17.364.000	120.287.000	47.738.000	202.657.000
<i># de inversionistas</i>	1.329.148	2.000.874	2.058.957	6.935.578	11.232.474
<i>Inversionistas / Población total</i>	2,7%	11,5%	1,7%	14,5%	5,5%
<i># de fondos</i>	246	2.406	561	2.288	14.375
<i># Administradoras</i>	50	19	34	98	526

Fuente: FIAFIN, IIMV, cálculos Asofiduciarias



En términos de porcentaje del PIB, y también de inversionistas sobre población total, el mercado colombiano tiene un espacio enorme de potencial crecimiento.

Sin embargo, es fundamental que la oferta de valor para el cliente sea evidente, lo cual, hasta el momento no parece haber sido el caso, por fuera de los recursos que llegan a la administración por vías como las ya mencionadas: recursos públicos, provenientes de negocios fiduciarios, pensionales, o guiados por incentivos tributarios.

Para ello, considero que es necesario hacer otra transformación, esta vez, del tipo de decisiones que se le pide al cliente que tome, en una reflexión pertinente para toda la industria, no solo en Colombia.

La industria de administración de portafolios es particular en tanto que requiere de enorme pericia profesional pero delega un conjunto importante de las decisiones relevantes en el cliente mismo. La tecnología que le ofrece el oficio al cliente para tomar sus decisiones tampoco ha evolucionado sustancialmente desde mediados del siglo pasado: la enorme sofisticación en productos, en manejo de riesgos y en otros aspectos de la industria financiera termina, para el cliente al menos, en una discusión de media y varianza (es decir del riesgo y retorno)³⁴.

El problema fundamental de este enfoque es que le pide al cliente que sea él quien haga la traducción de su función objetivo –lo que él realmente quiere conseguir con su riqueza– al plano de decisión de riesgo y retorno financiero. Eso lleva por ejemplo, a clasificar a los clientes según perfiles de riesgo que se construyen sin tener en cuenta la función objetivo original de éste, digamos en abstracto. Es así que un portafolio con varianza de corto plazo no es necesariamente más riesgoso para un cliente que está construyendo su pensión en la etapa temprana de su vida; y un portafolio con baja varianza de títulos cortos pero ilíquidos y con pocas marcaciones de precios de mercado no es necesariamente menos riesgoso para un cliente que necesita tener liquidez a la vista en papeles que pueda liquidar fácilmente sin afectar su precio. Sin embargo, el criterio de riesgo y retorno que normalmente se utiliza, no logra abarcar este otro tipo de análisis.

³⁴ Como discute Merton (2003) este es un enfoque que se basa en un modelo de un período, estático, para maximizar la riqueza del fin de dicho período. Esas características limitan así mismo su alcance y la utilidad que tienen para la comprensión del cliente.

Robert Merton³⁵ ha venido discutiendo los riesgos de este tipo de aproximación para la construcción de portafolios de ahorro pensional pero en realidad las reflexiones que ha presentado se sostienen para todos los portafolios. Los clientes deberían poder delinear su función objetivo en términos de consumo, y debería ser la industria la que la traduzca en una composición de portafolio, cuyas unidades sean las del tipo de consumo que el cliente quiere maximizar.

En la tesis de Merton el ahorro pensional tendría que estar denominado en unidades de anualidades, que es lo que el cliente quiere adquirir al final de su fase de acumulación. De la misma forma, el cliente debería poder delinear el consumo que quiere realizar con el ahorro que quiere dedicar al portafolio que está seleccionando y es en unidades de ese consumo que tendría que estar definido dicho portafolio, su retorno y su riesgo.

Evidentemente sería enormemente complejo contar con un portafolio de referencia para todos los consumos que los clientes podrían imaginar, pero éstos se podrían agrupar en categorías razonables que le permitan al administrador ofrecer productos que el cliente pueda entender a la luz de la pregunta más relevante para él: qué quiere hacer con su dinero?

Este cambio podría sonar estético, pero no lo es, porque altera fundamentalmente lo que el cliente podría obtener de la industria. Así mismo requeriría cambios profundos de la forma en que él es atendido.

A continuación resalto algunos aspectos de esa transformación:

1. El diseño del producto

Sesgar la discusión del producto hacia al cliente acarrea la consecuencia lógica de que debe haber cambios en los productos. Estos ya no podrán estar definidos por los activos que los componen, la diversificación que ofrecen, o la moneda en que están denominados, sino por el tipo de consumo al que están dirigidos: educación superior, consumo de bienes durables, vacaciones, pensión, etc.

Así mismo los portafolios tendrían que de alguna forma estar denominados en alguna unidad de consumo o en un índice que recoja los factores de riesgo que pueden afectar esa capacidad adquisitiva del consumo particular.

³⁵ Merton (2003, 2005).

2. La medición de riesgo

Con la misma lógica, tendría que cambiar la medición de riesgo de dichos productos, puesto que lo relevante ahora es alejarse del nivel de consumo deseado, y no una medida estándar de desviación alrededor de una media de retorno, con un horizonte dado de tiempo.

En esa medida se tendría un mejor reconocimiento de que se está incurriendo en el riesgo de no obtener lo que el cliente quiere y con ello se deberían reconquistar eficiencias que se pierden al maximizar una sola definición de retorno sujeta a una sola definición de riesgo.

3. La asesoría

La asesoría que se le brinda al cliente habría cambiado de naturaleza, puesto que el asesor ahora es quien tiene que encajar la función objetivo del cliente dentro de sus productos disponibles. También tendrá que entender la aversión al riesgo del cliente desde la óptica del incumplimiento de sus metas: un cliente puede ser muy averso al riesgo, pero hay ciertos objetivos cuyo incumplimiento debe importarle menos que otro. Por ejemplo, un cliente averso al riesgo puede estar dispuesto a asumir algo más de riesgo en el portafolio en el que ahorra para sus vacaciones que en el que está destinado a la educación superior de sus hijos. En esa medida, el “perfilamiento” que se haga de los clientes tendrá que ser más detallado porque no está referenciado al cliente como tal sino a las diferentes canastas de consumo que está construyendo.

4. La planeación financiera

En este universo, las personas que realizan la planeación financiera de sus clientes tendrían que tener una visión mucho más detallada tanto de la función de consumo intertemporal que el cliente desea, como de su riqueza total. Siguiendo también a Merton (2003), la riqueza de la persona tendría que contemplar todos sus activos, incluyendo su capital humano. A manera de ejemplo, un futbolista tiene algo así como un activo de alto retorno alto riesgo: su capital humano tendría ese perfil si tuviéramos que describirlo. Un empleado, en cambio, tendría algo así como un activo de riesgo medio y retorno medio. El último podría asumir mucho más riesgo en sus activos financieros que lo que debería el primero, si se entiende que se está maximizando un portafolio que comprende todo los activos de las personas (y todos sus pasivos y contingencias).

El cambio de visión que se describe en este capítulo puede sonar extremo, pero en realidad es mucho más razonable como modelo de atención que el que hoy día se utiliza. En un país donde la población que mayor potencial de crecimiento tiene es la de ingresos medios, y cuyos conocimientos financieros continuarán siendo pocos a pesar de los esfuerzos que se realicen de educación financiera, el crecimiento potencial de



estos productos requiere de un cambio en la aproximación que se hace al cliente. Las personas de estos nuevos segmentos de consumo tienen los recursos, contarán probablemente con alguna capacidad de ahorro y una parte de ese ahorro querrá ser destinado a inversiones que tengan un perfil riesgo retorno diferente al del mercado intermediado, pero necesitan una industria que guíe esta necesidad.

La industria se encuentra en un punto de inflexión generado por los cambios de modelo que ha implicado la entrada en vigencia de los decretos 1242 y 1243. Será para su beneficio aprovechar el impulso que ha tenido la discusión de su futuro a raíz de la descrita coyuntura para visibilizar los incentivos que en el pasado pudieron haberle restado competitividad, y realizar los cambios que le permitan el tipo de participación en el PIB que se observa en otros países de la región, y una estructura que explote todos los beneficios económicos que la literatura relata como propios de los modelos de mercado.

9. Conclusiones

La literatura encuentra mérito teórico y empírico para buscar el desarrollo del sistema financiero en una economía. Dentro de las funciones que dicho sistema cumple, existen algunas que pueden ser ejercidas de manera más eficiente por un modelo de mercado. Aunque no existe una superioridad sustentada de uno u otro, la literatura sugiere la conveniencia de que coexistan.

Dentro de dicho modelo de mercado, el desarrollo de los vehículos de inversión colectiva, en particular de los FICs, parece ser una forma eficiente de obtener los beneficios de revelación de precios y transformación de ahorro en inversión que menciona la literatura.

Sin embargo, esta industria en Colombia ha estado afectada por una serie de incentivos que históricamente han hecho que hoy día ésta no se parezca a lo que se encuentra en otras industrias de administración de portafolio, y en particular, que esté altamente concentrada en activos que pertenecen al modelo intermediado y no al modelo de mercado. Con ello su existencia no representa el tipo de ganancias que supone la convivencia de los dos modelos.

Este equilibrio se puede transformar y la reciente introducción de los cambios normativos contenidos en los decretos 1242 y 1243 de 2013 son una buena excusa para impulsar dicha transformación, que permitiría que esta industria adquiriera las dimensiones que tiene en otras economías de la región, y sobre todo la lógica de operación que existe en otros mercados.

Muchos de los factores que han operado en contra de un desarrollo más estándar de esta industria van cambiando intertemporalmente, en particular por la presencia de un mayor número de agentes participando en el mercado de capitales colombiano. En esa medida, esta es una coyuntura en la que se podría impulsar cambios al modelo que ha venido operando en Colombia³⁶.

Este trabajo presenta una alternativa en la forma de entender esta industria, que no necesariamente comprende todos los elementos que pueden haber afectado su desarrollo, pero que intenta buscar opciones para alterar su dinámica.

³⁶ Una de las conclusiones que se esgrime en muchas evaluaciones sobre los mecanismos para impulsar el desarrollo de esta industria es la necesidad de que existan incentivos tributarios amparando también este vehículo de ahorro. Lo que se ha descrito en este documento pretende ilustrar cómo este tipo de beneficios puede terminar teniendo impactos indeseados en el equilibrio general de una economía, difíciles de medir y controlar.

Anexo 1
Cifras de mercados de valores a nivel internacional (2011)

<i>País*</i>	<i>Cap. Bursátil (% PIB)</i>	<i>Cap. Bonos Privados (% PIB)</i>	<i>Cap. Mdo Bonos Públicos (% del PIB)</i>	<i>Mdo Bursátil - Bonos Privados</i>	<i>Bonos Públicos - Bonos Privados</i>
<i>Argentina</i>	11.82	1.97	10.36	9.85	8.38
<i>Australia</i>	103.39	49.26	29.81	54.13	-19.45
<i>Austria</i>	18.48	47.97	33.81	-29.49	-14.16
<i>Belgium</i>	50.51	54.15	59.10	-3.65	4.94
<i>Brazil</i>	58.33	21.68	39.81	36.65	18.12
<i>Canada</i>	119.27	26.42	63.28	92.85	36.86
<i>Switzerland</i>	179.48	29.49	21.23	149.99	-8.26
<i>Chile</i>	126.28	14.76	18.81	111.52	4.05
<i>China</i>	58.74	23.08	22.44	35.66	-0.64
<i>Colombia</i>	62.82	0.57	22.87	62.25	22.31
<i>Czech Republic</i>	19.70	12.81	25.44	6.89	12.64
<i>Germany</i>	37.48	24.02	50.05	13.46	26.03
<i>Denmark</i>	63.67	181.31	39.23	-117.65	-142.09
<i>Spain</i>	76.48	54.45	45.28	22.03	-9.17
<i>Finland</i>	50.95	21.43	12.25	29.52	9.18
<i>France</i>	65.06	56.26	63.09	8.80	6.83
<i>United Kingdom</i>	126.53	12.32	58.63	114.21	46.32
<i>Greece</i>	18.99	34.09	53.26	-15.09	19.17
<i>Hong Kong SAR, China</i>	396.88	15.28	36.01	381.59	20.73
<i>Hungary</i>	17.14	5.92	43.61	11.22	37.69
<i>Indonesia</i>	45.03	1.41	10.79	43.63	9.39
<i>India</i>	68.67	4.89	29.64	63.78	24.75
<i>Ireland</i>	39.29	113.47	29.41	74.19	84.06



País*	Cap. Bursátil (% PIB)	Cap. Bonos Privados (% PIB)	Cap. Mdo Bonos Públicos (% del)	Mdo Bursátil - Bonos Privados	Bonos Públicos - Bonos Privados
<i>Iceland</i>	14.70	66.89	52.17	-52.19	-14.72
<i>Italy</i>	17.50	37.79	91.16	-20.29	53.37
<i>Japan</i>	68.58	37.19	218.85	31.39	181.67
<i>Korea, Rep.</i>	96.24	59.25	44.81	36.99	-14.44
<i>Luxembourg</i>	148.96	3.22	0.01	145.74	-3.20
<i>Mexico</i>	37.44	15.68	22.12	21.77	6.44
<i>Malta</i>	32.75	7.27	62.72	25.48	55.45
<i>Malaysia</i>	144.09	58.09	54.02	86.01	-4.07
<i>Netherlands</i>	78.01	71.80	47.94	6.21	-23.85
<i>Norway</i>	49.89	31.97	19.78	17.92	-12.19
<i>Peru</i>	51.80	3.32	11.33	48.48	8.01
<i>Philippines</i>	73.90	0.96	29.07	72.94	28.11
<i>Poland</i>	32.64	2.07	37.18	30.57	35.11
<i>Portugal</i>	31.50	69.46	48.77	-37.96	-20.69
<i>Singapore</i>	145.19	10.01	45.40	135.18	35.39
<i>Slovak Republic</i>	4.78	4.96	29.25	-0.18	24.29
<i>Slovenia</i>	16.36	7.35	10.51	9.01	3.16
<i>Sweden</i>	103.74	55.19	25.86	48.55	-29.33
<i>Thailand</i>	81.69	12.73	49.78	68.96	37.05
<i>Turkey</i>	31.00	0.56	25.54	30.43	24.98
<i>United States</i>	110.16	91.86	82.57	18.30	-9.29
<i>South Africa</i>	145.23	18.77	31.42	126.46	12.65

* Solo se tomaron los países para los que existían los 3 datos en el año 2011

Bibliografía

Beck, Thorsten, and Asli Demirgüç-Kunt (2009). “Financial Institutions and Markets across Countries and over Time-Data and Analysis.” The World Bank Policy Research Working Paper 4943.

Bencivenga, Valerie y Bruce Smith (1991). “Financial Intermediation and Endogenous Growth”. *The Review of Economic Studies*. Vol. 58 No. 2

Bhattarai, Keshab (2015) “Financial Deepening and Economic Growth.” *Review of Development Economics* Vol.19 Issue 1.

Bodie, Zvi, y Robert Merton (1995). “A Conceptual Framework for Analyzing the Financial System”. Basado en *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard Business School Press, 1995

Boot, Arnold y Anjan Thakor (1997). “Financial System Architecture.” *The Review of Financial Studies*. Vol. 10 No. 3

Caballero, Carlos (2002), “Una Institución del Siglo XX: La Bolsa de Bogotá”. Revista Credencial Historia Edición 150.

Chakraborty, Shankha y Tridip Ray (2006). *Journal of Monetary Economics* Vol. 53, Issue 2.

Cihák, Martin, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen and Ross Levine (2012). “Benchmarking Financial Systems Around the World.” The World Bank Policy Research Working Paper 6175.

Correa, Lina y Juliana Hernández (2013). “Democratización de acciones en Colombia, Chile y Perú entre los años 1995 y 2012.” Universidad Católica de Pereira. Trabajo de Grado.

Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza (2003). “The Pain of Original Sin.” En Eichengreen y Hausman (eds) *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. The University of Chicago Press. 2005



Friedman, Benjamin (1995). "Economic Implications of Changing Share Ownership." NBER Working Paper 5141

González, Cristian, Javier Miguélez y Angela Valderrama (2015). "Mercado de Deuda Privada en Colombia, Evolución y Diagnóstico." Bolsa de Valores de Colombia.

Guía Jurídica de los Negocios Fiduciarios en Colombia. Editorial Legis 2011

Hausmann, Ricardo y Ugo Panizza (2003). "On the Determinants of Original Sin: an Empirical Investigation." *Journal of International Money and Finance* Vol. 22

Havranek, Tomas, Roman Horvath and Petra Valickova (2015). "Financial Development and Economic Growth: A Meta-analysis." *Journal of Economic Surveys* Vol. 29, No.3

Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature*. Vol XXXV

Levine, Ross (2002). "Bank-Based of Market-Based Financial Systems: Which is Better?" William Davidson Working Paper No. 442

Mastrogiacomo, Mauro (2013). "Reform of the Mortgage Interest Tax Relief System, Policy Uncertainty and Precautionary Savings in the Netherlands." De Nederlandsche Bank Working Paper No. 380

Mehl, Arnaud, y Julien Reynaud (2005). "The Determinants of Domestic Original Sin in Emerging Market Economies." European Central Bank Working Paper. No. 560

Merton, Robert (2003). "Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management." Mimeo.

Merton, Robert (2005). "Observations on Innovation in Pension Fund Management in the Impending Future." PREA Quarterly, Winter 2006

Merton, Robert (2010). "A New Generation of Pension Fund Management" en Fong (ed) *Innovations in Investment Management*. Bloomberg Press New York, 2010.



Poterba, James (2001). "Taxation and Portfolio Structure: Issues and Implications". NBER Working Paper 8223

Rajan, Raghuram y Luigi Zingales (1998). "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis". *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 11 No. 3

Rajan, Raghuram y Luigi Zingales (2001). "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth". *Oxford Review of Economic Policy* Vol. 17 No. 4

Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff y Miguel Savastano (2003). "Debt Intolerance". NBER Working Paper 9908.

Rodríguez Azuero, Sergio (2005). "Negocios Fiduciarios: su Significación en América Latina." Editorial Legis, Primera Edición.

Sommer, Kamila, and Paul Sullivan (2014). "Implications of U.S. Tax Policy for House Prices, Rents, and Homeownership." Mimeo.

Tadesse, Solomon (2001). "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence". William Davidson Working Paper No. 449

The Economist (2015). "Tax-Free Debt: The Great Distortion" The Economist May 16th 2015 Edition

The Economist (2015). "Ending Debt Addiction: A Senseless Subsidy". The Economist May 16th 2015 Edition.