

Marzo 2022

ROL DE LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS EN EL DESARROLLO DE COLOMBIA

Para:



Elaborado por:



Introducción

En este documento presentamos cómo las sociedades fiduciarias, por medio de diferentes vehículos, han contribuido al desarrollo de varios sectores en Colombia. Como veremos a lo largo del informe, la gestión de las sociedades fiduciarias, aunque es poco conocida por la mayoría de los ciudadanos, ha estado presente en los momentos clave del desarrollo del país. A través de diferentes actividades, las fiduciarias han cumplido de forma excepcional roles de administración de recursos, canalización de la inversión y de custodia de valores, entre otros, lo que ha llevado a su creciente incorporación en diversos sectores. De forma particular, nos enfocamos en explorar el rol de las fiduciarias en el desarrollo de infraestructura y proyectos inmobiliarios, la seguridad social y la profundización del mercado de capitales. Para cada uno de estos tres sectores, hacemos una revisión exhaustiva de cómo las fiduciarias han contribuido a su desarrollo, además de resaltar los hitos más importantes en cada uno.

En el primer capítulo hacemos una revisión de la historia y funcionamiento del sector fiduciario. En este reseñamos los principales desarrollos normativos que han moldeado la forma en la cual funcionan estas instituciones de servicios financieros. Dentro de estos, resaltamos la Ley 1508 de 2012, que dispone la canalización de los recursos de los proyectos de Asociaciones Público-Privadas (APP) por medio de patrimonios autónomos administrados por las fiduciarias. De otra parte, exploramos los principales conceptos que enmarcan al sector, tales como la licencia de las fiduciarias y las principales líneas de negocio que son la fiducia, los fondos de inversión colectiva (FIC) y la custodia de valores. Sumado lo anterior a la descripción del comportamiento de los activos administrados por las fiduciarias, mostramos la creciente importancia que han adquirido estas entidades para administrar recursos y promover el ahorro y la inversión. Además, como un elemento clave, hacemos un análisis de la separación financiera que existe entre las sociedades fiduciarias y los negocios que administran.

En el segundo capítulo, hacemos un estudio de la participación de las fiduciarias en la infraestructura y en el sector inmobiliario. Para empezar, encontramos que la presencia de las sociedades fiduciarias en la infraestructura ha sido muy amplia y su adopción ha tenido un éxito indiscutible. El ejemplo más claro de lo anterior está en las vías de cuarta generación (4G). En efecto, los 30 proyectos cuentan con patrimonios autónomos administrados por las fiduciarias a través de los cuales se registran los movimientos de los flujos de los recursos de inversión. La gestión de las sociedades ha sido destacada por varios de los actores más relevantes del sector, resaltando la transparencia en el manejo de los recursos, así como la eficiencia y el nivel técnico de estas. Hoy en día, con el inicio de la primera ola de los proyectos de quinta generación (5G), esperamos que su rol sea igual de fundamental.

Por el lado del sector inmobiliario, luego de la crisis hipotecaria de final de siglo, los constructores percibieron los altos riesgos de esperar a vender los inmuebles una vez estuviesen finalizados. Así, se evidenció la necesidad de contar con los recursos necesarios para construir el inmueble antes de iniciar su construcción, lo que requería, de entrada, un mecanismo que asegurara el cumplimiento del compromiso (entrega del inmueble) o las garantías en caso de incumplimiento. Aquí entran las sociedades fiduciarias, quienes quedan encargadas de la administración de los recursos por medio de la alineación de incentivos de las partes involucradas. La participación de las fiduciarias en las ventas de inmuebles, dadas las virtudes de esa participación, ha llevado a que sea cada vez más común que la construcción y venta de inmuebles tenga una fiducia de por medio. Como veremos, las fiduciarias también han estado involucradas en los programas de subsidios de vivienda, los cuales han impactado de forma positiva a los segmentos más vulnerables de la población colombiana.

La seguridad social también es otro sector en el cual las sociedades fiduciarias han contribuido ampliamente, tema que se aborda en el tercer capítulo de este documento. Analizamos cómo las fiduciarias han entrado a participar de diversas formas en el manejo de los recursos de la salud y de las pensiones y los efectos positivos de su gestión en esos sectores. Por un lado, reseñamos la participación de las sociedades fiduciarias en la administración de los recursos

del Fondo de Solidaridad y Garantía (FOSYGA), así como en otras tareas que hoy por hoy son claves y desarrolla la Administradora de los Recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud (ADRES), la heredera del FOSYGA. En efecto, las sociedades fiduciarias no sólo participaron en la gestión de los recursos de las subcuentas, sino que también diseñaron y operaron exitosamente el sistema de información en salud que se utiliza actualmente. Entre otros logros, generaron excedentes suficientes que permitieron emprender esfuerzos para aumentarla cobertura y el acceso al sistema de salud. Por otro lado, el manejo de los recursos del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET) se hace por medio de un patrimonio autónomo administrado por sociedades fiduciarias, desde su creación en 1999. Sobre lo anterior se resalta el eficiente manejo de los recursos, que, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda, ha tenido una rentabilidad de cerca de 6% entre el 2012 y el 2022. Finalmente, están los Fondos Voluntarios de Pensión, que promueven el ahorro a largo plazo y el acceso a instrumentos de inversión, con el propósito de fortalecer los planes de retiro de los colombianos que, por iniciativa propia, busquen una mejor jubilación

Finalmente, en el cuarto capítulo ahondamos en los diferentes instrumentos que tienen las sociedades fiduciarias para fomentar e impulsar el ahorro y la inversión en Colombia. Para ello, estudiamos el comportamiento de los Fondos de Inversión Colectiva como un instrumento para democratizar el acceso al mercado de capitales y canalizar la inversión, así como los mencionados Fondos Voluntarios de Pensión. Así mismo, estudiamos la custodia de valores, su alcance y su eficacia para incrementar la confianza de los inversionistas. Finalmente, el último capítulo del documento estudia la participación de las sociedades fiduciarias dentro del mercado de capitales y su contribución a la profundización de este.

Capítulo I.

El sector fiduciario en Colombia: historia, desarrollo y funcionamiento

1. El Origen de la Confianza

El origen del sector fiduciario se remonta a la primera mitad del siglo XX. La turbulencia económica de inicios de la década de 1920 promovió la creación de la misión Kemmerer de 1923, un proyecto que concluyó en el establecimiento de las bases del sistema financiero actual de Colombia con fundamento en los principios de confianza, seguridad y transparencia. A partir de ese momento, y con el precepto de un escenario económico regulado por el banco central, se abriría la puerta de entrada a nuevos servicios financieros para los colombianos. Entre esos servicios, se contemplaría aquel mecanismo definido como un acto de confianza entre dos partes que, por sus virtudes, permite alcanzar un sinnúmero de finalidades, tantas como la imaginación y el marco legal así lo permitan.

De esta manera, por medio de la Ley 45 de 1923 o Ley de Establecimientos Bancarios, se reguló la prestación de los primeros servicios de fiduciarios en el país que, de manera incipiente, se constituían únicamente a través de la estructura administrativa de la banca comercial. La Ley entonces dictó que la autorización para ejercer tales facultades fiduciarias debía concederse exclusivamente por el Superintendente Financiero, luego de comprobar que la entidad bancaria cumplía con todos los requisitos de capitales y depósitos consignados en la norma.

Casi cincuenta años más tarde, por medio del Decreto 410 de 1971 por el cual se expidió el Código de Comercio, se establecieron nuevos precedentes y se permitió el desarrollo de la actividad fiduciaria a través de sociedades independientes de la banca comercial. De esta

manera, se dio pie a la fundación de las sociedades fiduciarias. Sobre los nuevos precedentes que sentó este Código, en el Título XI cabe destacar la definición del concepto de la fiducia mercantil. Además, se establecieron las obligaciones garantizadas con los bienes entregados en fideicomiso, la constitución de la fiducia, las fiducias prohibidas, derechos del beneficiario y del fiduciante, la remuneración del negocio fiduciario, la remoción del fiduciario y las causas de extinción del negocio, como los más destacados.

Con la Ley 45 de 1990 por la cual se expidieron normas en materia de intermediación financiera, se marcó un hito en la historia de las sociedades fiduciarias. Por medio del literal (b) del artículo 3 se definió una restricción a las operaciones de la matriz con sus filiales de servicios que trata sobre la imposibilidad de “consistir en operaciones activas de crédito, cuando se trate de sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa y administradores de fondos de pensiones y cesantías” (ley 45 de 1990). En palabras más simples, se dispuso que el negocio fiduciario debería ser efectuado únicamente por las sociedades fiduciarias, con lo que se puso fin a las secciones fiduciarias de la banca comercial en el país.

Consecuente con la nueva regulación, las nuevas entidades buscaron una agrupación gremial que representara y diera una voz conjunta al sector para garantizar que “la actividad fiduciaria, los fondos de inversión colectiva y la custodia de valores se desarrollen dentro de un marco legal y ético que propenda por consolidar un propósito sectorial que asegure la confianza de la comunidad, fomente el desarrollo sostenible de sus actividades y contribuya al desarrollo del país”¹. Es entonces cuando, a partir de estos preceptos, nace la Asociación de Fiduciarias de Colombia que inicia sus funciones el 28 de junio de 1991.

Ciertamente, la línea de tiempo que recoge la historia de las sociedades fiduciarias está llena de otros sucesos de gran importancia tanto para el país, como para las sociedades mismas, que serán estudiados en las secciones subsiguientes del documento. Por ejemplo, la Ley 80 de 1993

¹ <https://www.asofiduciarias.org.co/el-gremio/quienes-somos/>

en su artículo 32 estableció los lineamientos de la contratación estatal. Posteriormente, dentro de los hitos más importantes, la historia de las sociedades fiduciarias nos trae hasta la Ley 1508 de 2012, por la cual se estableció el régimen jurídico de las Asociaciones Público-Privadas -APP. A partir de la promulgación de esta Ley se definió la participación de entidades de naturaleza pública o mixta para el establecimiento de encargos fiduciarios y fiducias públicas que tienen por objeto la administración y el manejo de los recursos vinculados a los contratos que las entidades estatales celebren. Con esta función, las APP que celebre el Estado contarán con la garantía de la administración confiable, transparente y segura de las sociedades fiduciarias.

2. El funcionamiento de las sociedades fiduciarias, su objetivo y su rol dentro del sistema financiero y de la economía en general.

Las sociedades fiduciarias son entidades de servicios financieros, constituidas como sociedades anónimas y sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Cuentan con licencia para la gestión de negocios fiduciarios (fiducia mercantil y encargos fiduciarios), la administración de Fondos de Inversión Colectiva (FIC), fondos de capital privado (FCP) y fondos Voluntarios de Pensión (FVP), además de realizar la actividad de custodia de valores, entre otras tipologías de negocios relacionados con la administración de bienes y recursos de terceros.

De esta manera, de acuerdo con el artículo 29 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y el Decreto Único del Sector Financiero (Decreto 2555 de 2010), las actividades que realizan las sociedades fiduciarias involucran:

- Desarrollar negocios fiduciarios, los cuales pueden ser encargos fiduciarios o fiducia mercantil.
- Administrar, gestionar y distribuir Fondos de Inversión Colectiva -FIC y Fondos de Capital Privado.
- Administrar Fondos Voluntarios de Pensión (FVP).

- Prestar el servicio de custodia de valores en los términos del Libro 37 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.
- Actuar como agente liquidador de las entidades públicas del orden nacional, es decir, puede actuar como administrador y representante legal de una empresa en liquidación.
- Actuar como representante de tenedores de bonos.
- Actuar como agente de manejo en procesos de titularización.
- Obrar como agente de transferencia y registro de valores.
- Administrar cartera y acreencias de entidades financieras que han sido objeto de toma de posesión.
- Obrar como síndico, curador de bienes o depositario de sumas consignadas en juzgados, por orden de autoridad judicial o autoridad competente.

Si bien las fiduciarias pueden realizar diversas actividades, tal y como se indicó arriba, en este documento se hará un énfasis en los tipos o líneas de negocio más representativas para el sector: los negocios fiduciarios, los Fondos de Inversión Colectiva (FIC), los Fondos Voluntarios de Pensión (FVP) y la custodia de valores.

Esquema 1. Grandes licencias del sector fiduciario



Fuente: Asofiduciarias.

3. Negocios fiduciarios: encargo fiduciario y fiducia mercantil

Los negocios fiduciarios pueden realizarse a través de dos vehículos jurídicos, cuya principal diferencia recae en la transferencia de la propiedad de los bienes o recursos. Estos vehículos son la fiducia mercantil y el encargo fiduciario. Por un lado, la fiducia mercantil, también conocida como patrimonio autónomo por su efecto jurídico, es el vehículo por medio del cual el fideicomitente transfiere la propiedad de uno o más bienes a un patrimonio autónomo, el cual no es una persona jurídica, pero sí es el receptor de derechos y obligaciones derivados de la ley o de los actos que se realicen en el contrato fiduciario. Aquellos bienes que integran el patrimonio autónomo quedan separados de los demás activos del fiduciario, de los de otros negocios fiduciarios y de los propios del fideicomitente (Asofiduciarias, 2017).

Por otro lado, el vehículo de encargo fiduciario consiste en que un fideicomitente encomiende a una sociedad fiduciaria la administración de bienes o recursos para la ejecución de determinadas actividades, sin que este proceso implique la transferencia de propiedad de los bienes o recursos involucrados.

Teniendo en cuenta lo anterior, un negocio fiduciario se define como un acto de confianza en virtud del cual, una persona natural o jurídica entrega a una sociedad fiduciaria la administración de uno o más bienes determinados para que se cumpla con ellos una finalidad específica (Asofiduciarías, 2017).

Dentro de los negocios fiduciarios, existen distintas tipologías como lo son: la fiducia de administración, la fiducia inmobiliaria, la fiducia de inversión y la fiducia en garantía, las cuales se explican con mayor detalle a continuación.

La **fiducia de administración** consiste en un negocio en el cual un fideicomitente entrega bienes a la sociedad fiduciaria, con o sin transferencia de la propiedad, para que esta los administre y lleve a cabo la gestión encomendada. Un ejemplo de esta tipología es la administración de procesos de titularización que tiene por objeto la emisión o administración de una emisión de valores emanados de un proceso de titularización de activos y bienes, para así crear mecanismos que respalden la rentabilidad y el pago total de los títulos emitidos. Otros ejemplos de esta fiducia son la fiducia de administración y pagos, la administración de cartera y la administración de procesos concursales.

La **fiducia inmobiliaria** tiene como finalidad la administración de recursos y bienes afectos a un proyecto inmobiliario, o la administración de los recursos asociados al desarrollo y ejecución de un proyecto, de acuerdo con las instrucciones señaladas en el contrato.

La **fiducia de inversión** es un negocio en el cual se tiene como finalidad invertir los recursos entregados por el fideicomitente, acorde con las instrucciones impartidas en el contrato. Un ejemplo de la fiducia de inversión son los fideicomisos de inversión con destinación específica, los cuales consiste en la colocación a cualquier título de sumas de dinero, de acuerdo con las instrucciones impartidas por la persona que constituye el fideicomiso.

La **fiducia en garantía** corresponde al negocio en el cual el fideicomitente entrega uno o varios bienes a la Sociedad Fiduciaria, para que sirvan de garantía en el cumplimiento de obligaciones propias o de terceros establecidas en el contrato y para que se ejecute la garantía en caso de incumplimiento de los deudores. Los bienes dados en garantía pueden ser inmuebles, pagarés, acciones o títulos valor.

Por su parte, la **administración de recursos de seguridad social** tiene gran relevancia, pues se encarga de la gestión y administración de los recursos de los pasivos pensionales y de los recursos destinados a operaciones del sistema de seguridad social en áreas de salud y riesgos profesionales. De acuerdo con lo señalado por la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), los Fondos Voluntarios de Pensión (FVP) constituyen un subtipo de los negocios de seguridad social.

Esquema 2. Líneas de negocios fiduciaríos



Fuente: Asofiduciarías.

Fondos de Inversión Colectiva (FIC)

Los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) consisten en un mecanismo de ahorro e inversión a través del cual se invierten los recursos de múltiples actores, tanto personas como empresas, en un portafolio de activos. La gestión de los recursos invertidos en los fondos la realizan las entidades autorizadas para desarrollar esta actividad y los resultados económicos obtenidos de la inversión son repartidos diariamente entre los clientes de forma proporcional a su participación.

Las inversiones realizadas en estos fondos pueden ser en activos financieros (como lo son las acciones, los bonos corporativos, los CDT y los TES), o en activos no financieros (como los inmuebles y los derechos de contenido económico). Así mismo, los FIC pueden clasificarse en abiertos o cerrados, según la forma en la que los participantes pueden redimir sus aportes:

- **Fondos de Inversión Colectiva Abiertos:** son aquellos en los cuales los recursos pueden ser retirados en cualquier momento que el cliente considere adecuado, aunque en el contrato se puede estipular un tiempo mínimo de permanencia que implique penalizaciones en caso de redenciones anticipadas.
- **Fondos de Inversión Colectiva Cerrados:** son aquellos en los que la sociedad administradora únicamente está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas al final del plazo previsto para la duración del fondo de inversión colectiva.

Los FIC solo pueden ser administrados por las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa de valores, y las sociedades administradoras de inversión. Estas 3 sociedades, se conocen en conjunto como las sociedades administradoras de Fondos de Inversión Colectiva.

Dentro de la regulación de los Fondos de Inversión Colectiva se encuentran definidos los Fondos de Capital Privado (FCP), los cuales están definidos como FIC cerrados. En este caso, para constituirse como FCP, dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas deben destinarse a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores

inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisiones (RNVE). Además, de acuerdo con el artículo 3.3.2.2.3 del decreto 2555 del 2010 y el decreto 1291 de 2020, los inversionistas profesionales no cuentan con criterios específicos para constituir su inversión en Fondos de Capital Privado, mientras que para los clientes inversionistas, el monto para invertir en un FCP o para comprometerse a hacerlo no puede ser superior al 20% del máximo entre sus ingresos anuales o su patrimonio.

Fondos Voluntarios de Pensión - FVP

Los FVP consisten en productos mediante los cuales se reúnen recursos de varias personas para realizar inversiones con el propósito de cumplir con planes de ahorro para complementar la jubilación o atender situaciones de invalidez. Además de las sociedades fiduciarias, estos fondos también pueden ser administrados por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y por compañías de seguros. De forma más específica, un fondo de pensión voluntaria es un vehículo de inversión donde los clientes tienen una participación y el valor de la cuenta individual está dado en unidades que cambian su valor en el tiempo, determinando así la rentabilidad de los aportes. Eso significa que el dinero gana rendimientos diarios sobre los ahorros que aumentan el valor del capital.

Custodia de valores

La custodia de valores consiste en una actividad del mercado de valores autorizada para ser desarrollada únicamente por sociedades fiduciarias, por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre aquellos valores². La actividad de custodia debe comprender, como mínimo, la salvaguarda de los valores, la compensación y liquidación de las operaciones

² Artículo 2.37.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

realizadas sobre aquellos valores y la administración de los derechos patrimoniales derivados de los mismos. Esa actividad es de carácter obligatorio para los FIC y ahora para los FVP, mientras que para los demás portafolios de inversión del mercado la custodia es optativa. Adicionalmente, los custodios de valores canalizan la mayoría de la inversión extranjera de portafolio, actuando como apoderados de fondos o inversionistas del exterior, según lo dispuesto en el régimen de inversiones internacionales.³

Finalmente, la actividad de custodia debe ser de carácter independiente, motivo por el cual ninguna sociedad fiduciaria que desarrolle esta actividad puede ser custodio de los fondos administrados por ella misma. Para el desarrollo de la custodia de valores, las sociedades fiduciarias deben tramitar un proceso de autorización específico ante la Superintendencia Financiera, en el cual se acrediten las capacidades técnicas y operativas dispuestas en la regulación para prestar este servicio en el mercado de capitales.

4. Comportamiento de los últimos años de los activos administrados por las sociedades fiduciarias

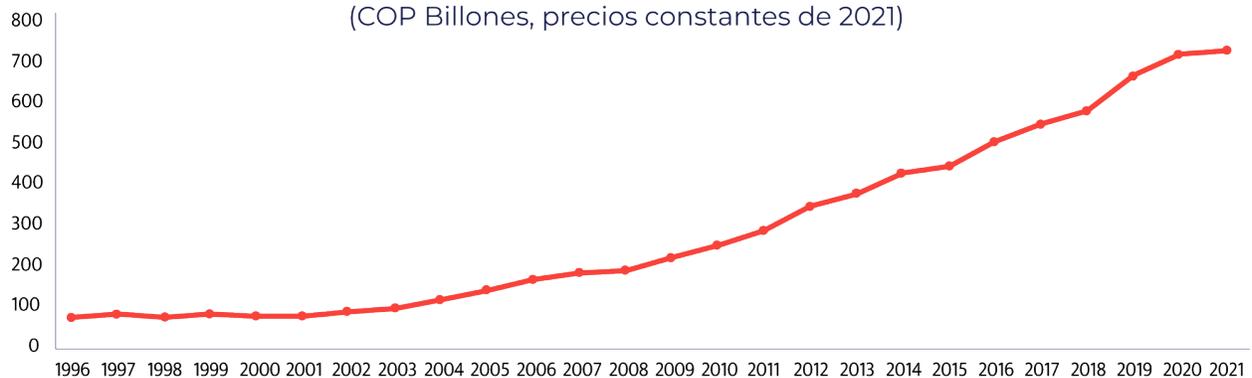
En 1996 las sociedades fiduciarias administraban un total de 77.5 billones de pesos en activos, mientras que para 2009 el monto total de activos administrados ya superaba los 224 billones de pesos colombianos y en la actualidad, las sociedades fiduciarias administran más de 730 billones de pesos (precios constantes de 2021). En los últimos años, el valor total de los activos administrados por las sociedades fiduciarias ha pasado de representar el 28.7% del PIB al 62.4% del PIB en 2021. El promedio de crecimiento real anual en el periodo 1996-2021 fue de 9.7%, y en el periodo 2009-2021 fue de 10.5%, lo que muestra un mayor crecimiento durante la última década, como se observa en las gráficas a continuación.

³ Decreto 119 de 2017

Así mismo, de acuerdo con el informe de actualidad del sistema financiero (2021), las sociedades fiduciarias son los principales administradores de activos del sistema financiero, al representar el 62.6% de los recursos de terceros y el 31.6% del total de los activos del sistema.

Gráfico 1. Total de activos administrados por las Sociedades Fiduciarias a diciembre de cada año

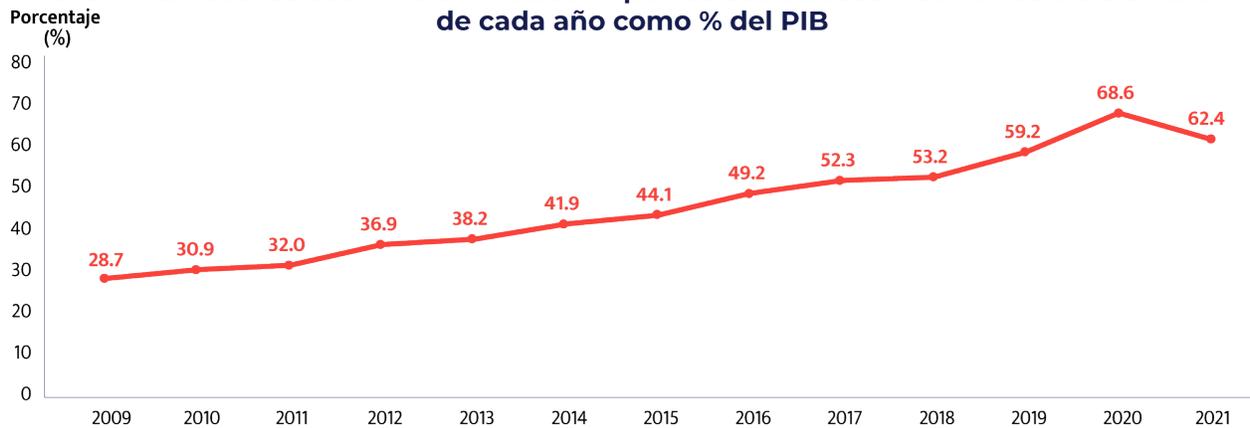
(COP Billones, precios constantes de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con datos de Asofiduciarias.

Los activos administrados como porcentaje del PIB en general también han mostrado una tendencia creciente. No obstante, el cambio de tendencia presentado en 2021 se explica por la fuerte caída del PIB en 2020 como consecuencia de la pandemia (-7%), combinado con un buen crecimiento de los activos totales administrados por las sociedades fiduciarias, seguido de una buena recuperación del Producto Interno Bruto (10.6%) y un incremento más moderado del total de activos administrados en 2021. Como consecuencia, para los años próximos se espera una recuperación de la tendencia creciente cada periodo.

Gráfico 2. Total de activos administrados por las Sociedades Fiduciarias a diciembre de cada año como % del PIB



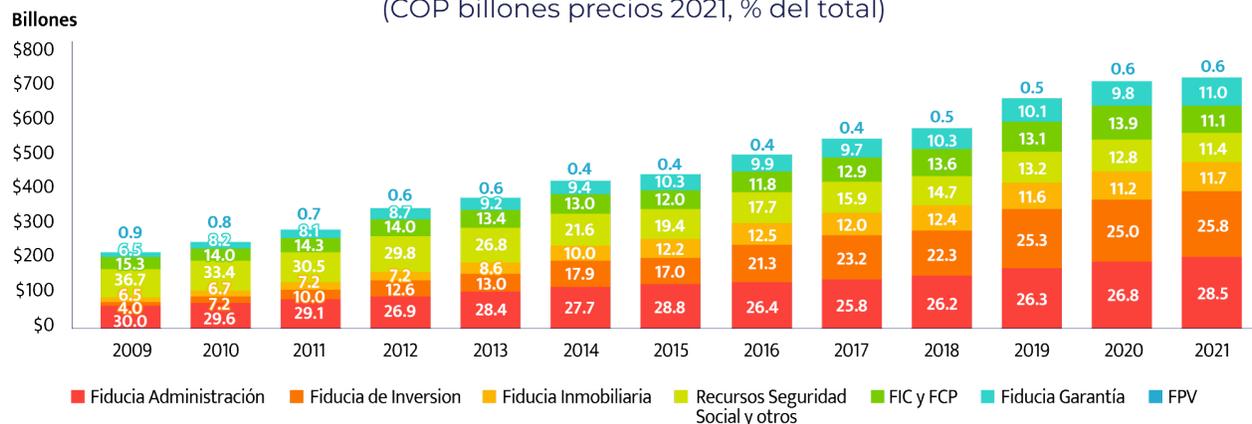
Fuente: cálculos ANIF con datos de Asofiduciarías y DANE.

El buen desempeño de las sociedades fiduciarias ha sido liderado por la importante participación de los recursos administrados en fiducia de administración. Esa línea de negocio representa la mayor proporción del total de activos fideicomitidos (Gráfico 3) y ha pasado de contar con 67.7 billones de pesos a finales de 2009 (pesos constantes de 2021), a manejar un monto de 209.3 billones de pesos para diciembre de 2021. El crecimiento promedio anual para el periodo 2009-2021 de la fiducia de administración fue del 9.9%. Aunado a eso, la fiducia de inversión cuenta con la segunda mayor participación, como se evidencia en el gráfico 3. Así mismo, ha ganado terreno en esta cifra al pasar de representar el 4% del total de activos fideicomitidos en 2009 a ser el 25.8% al cierre de 2021. El crecimiento anual promedio de la fiducia de inversión en el periodo 2009-2021 fue de 32.1%.

No obstante, frente a la fiducia de inversión cabe realizar las siguientes aclaraciones. La cifra de la fiducia de inversión contiene también lo correspondiente a la custodia de valores, a pesar de que la fiducia de inversión y la custodia de valores son 2 tipologías de negocio diferentes, como lo explicamos previamente. Sin embargo, solo a partir del año 2019, por medio de la circular 034 de 2018 de la SFC, la custodia se separó de la fiducia de inversión y empezó a reportarse como una línea de negocio aparte. Para el cierre de 2021 la custodia de valores representó el 93% del monto total de la suma entre su valor y el valor de la fiducia de inversión (\$176 billones de pesos de \$189.1 billones). Es pertinente recordar que la custodia no consiste

en una actividad de administración de activos, sino en un servicio que brindan algunas sociedades fiduciarias autorizadas a algún administrador de activos distinto. Por tanto, los montos que reportan los custodios (activos bajo custodia) también se encuentran reportados en el fondo del administrador de activos correspondiente (activos administrados).

Gráfico 3. Activos totales de las fiduciarías
(COP billones precios 2021, % del total)



Fuente: cálculos ANIF con datos de Asofiduciarías.

De forma paralela, la fiducia inmobiliaria ha ganado mayor participación dentro de las distintas líneas de negocio que administran las sociedades fiduciarias. Como se puede notar en el gráfico 3, ha pasado de representar el 6.5% del total de activos administrados por las sociedades fiduciarias en diciembre de 2009 a representar el 11.7% en el cierre del 2021. El alto crecimiento de esta línea de negocio ha impulsado positivamente el aumento del total de activos. En promedio, los activos administrados dentro de la fiducia inmobiliaria han tenido un crecimiento anual del 15.2% en el periodo comprendido entre 2009 y 2021.

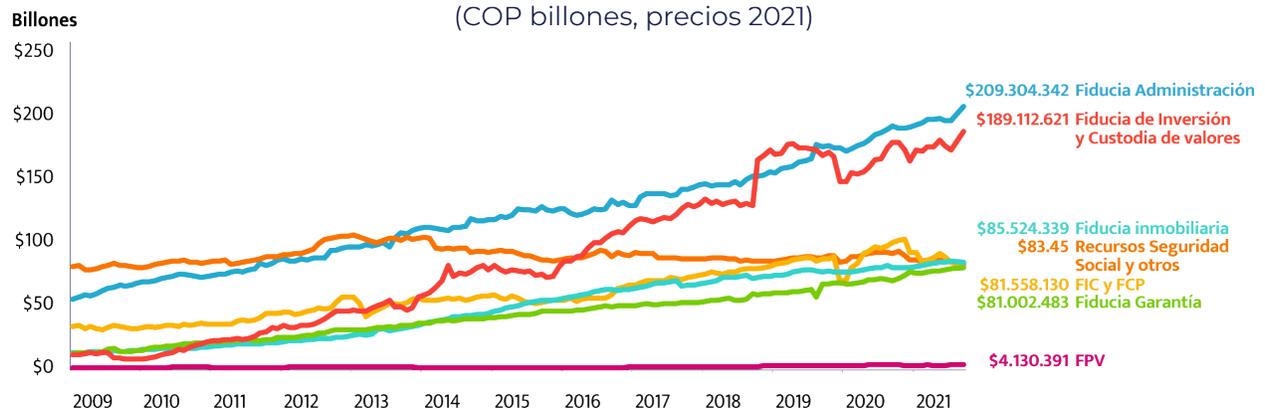
Adicionalmente, la fiducia en garantía también ha aumentado su participación dentro del total de activos fideicomitidos, pues pasaron de contar con una participación en el total de activos administrados del 6.5% en 2009 al 11% en 2021. De forma similar, se evidenció un crecimiento promedio anual equivalente al 15.7% en el periodo 2009-2021. En contraste, el desempeño de la fiducia de administración de recursos de la seguridad social ha sido mucho menor, pues el

promedio del crecimiento anual de sus activos administrados en esta línea de negocio fue del 0.3% desde 2009 hasta 2021. No obstante, si se retrocede más en el tiempo se observa un crecimiento promedio anual en el periodo 1996-2021 equivalente al 12.3%, lo que ha permitido un salto de la administración de recursos de la seguridad social de \$8 billones de pesos en 1996 a contar con \$82.6 billones en 2009 y \$83.5 billones para diciembre de 2021.

Por su parte, los FIC (incluyendo los FCP) presentaron un crecimiento promedio del 8% al año. Con esto, han pasado de \$34.5 billones de pesos en el cierre de 2009 a \$85.6 billones en diciembre de 2021. Sin embargo, los Fondos de Inversión Colectiva han reducido su aporte al total de activos administrados, pasado del 15.3% en 2009 al 11.1% en 2021. Lo anterior, evidencia el reto que tiene la inversión colectiva en el país en su democratización y generalización como mecanismo idóneo de ahorro e inversión, tal como será discutido con mayor profundidad en el capítulo 4.

Por último, en cuanto a los Fondos Voluntarios de Pensión (FVP), en el periodo comprendido entre los años 2009 y 2021 el monto de los activos administrados en estos vehículos creció en promedio un 7.4% cada año. Para diciembre de 2021 estos fondos contaban con más de \$4.1 billones de pesos en activos.

Gráfico 4. Activos totales administrados por las fiduciarias
(COP billones, precios 2021)



Fuente: cálculos ANIF con datos de Asofiduciarías.

5. La consolidación de la Confianza

La responsabilidad de las sociedades fiduciarias con el país tiene como principio contribuir al desarrollo económico, social y cultural del país, a partir de la generación de confianza de la comunidad en el sector. Sin embargo, surge el interrogante sobre cómo se origina y se consolida esta confianza en una sociedad colombiana que históricamente no ha contado con una adecuada y oportuna educación financiera.

A partir de la disociación entre la banca comercial y las sociedades fiduciarias, el mercado y los consumidores de servicios financieros dejaron de percibir posibles conflictos de interés entre ambos negocios. Por ejemplo, se evita que por medio de los recursos fiduciarios las entidades crediticias pudieran llegar a solventar cualquier dificultad que presentaran en alguna otra de sus líneas de negocio, afectando las disposiciones de los fideicomitentes. Además, el establecimiento de una regulación sólida y transparente propia para los diferentes negocios que desarrolla el sector contribuyó a que las sociedades fiduciarias incursionaran con mayor fuerza en la sociedad, llegando a estructurar y establecer con éxito los negocios fiduciarios de garantía, inmobiliarios y con recursos del sistema general de seguridad social y otros relacionados; los fondos de inversión colectiva; y, finalmente, la custodia de valores. Todos estos negocios serán estudiados con mayor profundidad en los capítulos siguientes.

El comportamiento creciente de los activos administrados evidencia cómo las fiduciarias se han consolidado como un gran aliado tanto para los gobiernos Nacional y territoriales, como para autoridades de control y clientes del sector privado. En este sentido, el primer factor de análisis es el crecimiento de los activos administrados por las sociedades fiduciarias que han presentado un aumento del 226.4% entre los años 2009 y 2021, pasando de \$224.9 billones a \$734 billones (Gráfico 1).

Más allá del comportamiento creciente de los activos administrados por las sociedades fiduciarias, es importante destacar los rendimientos generados a los clientes del sector en los distintos negocios administrados por las fiduciarias. A partir del Gráfico 5 se puede observar el

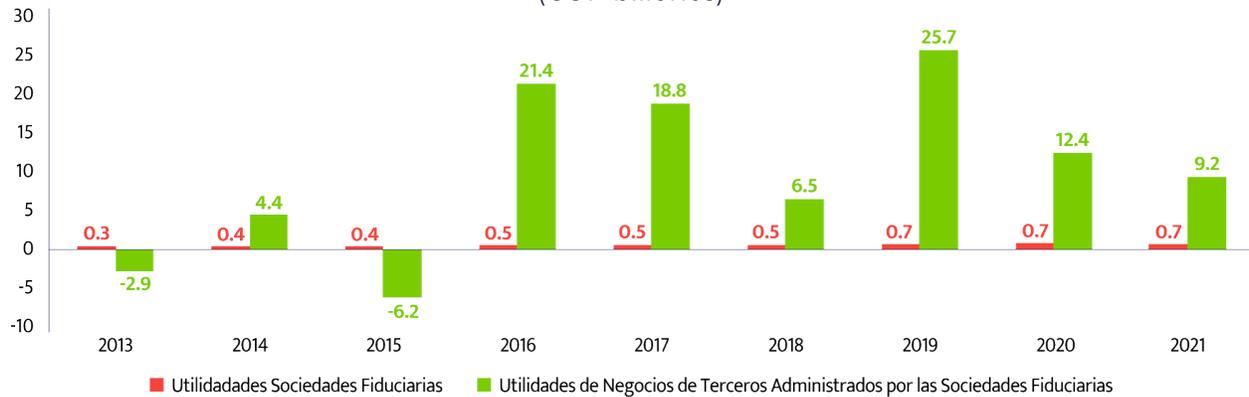
histórico de la evolución de los rendimientos de los negocios administrados versus las utilidades de las sociedades fiduciarias para el periodo 2013-2021. En un primer momento, se puede observar que para los años 2013 y 2015 se presentaron resultados negativos en el indicador, lo cual fue ocasionado principalmente por cierta turbulencia económica que afectó los activos de renta variable. Sin embargo, luego de este breve periodo, lo más interesante resulta en los rendimientos que las sociedades fiduciarias han generado para sus clientes por un valor acumulado de \$89.4 billones entre 2013 y 2021, mientras que las utilidades de las sociedades fiduciarias presentan una tendencia relativamente plana para el periodo y presentan un acumulado de \$4.9 billones, es decir, apenas un 5.5% de las utilidades totales generadas a los clientes. En otras palabras, por cada 1,000 pesos obtienen las sociedades fiduciarias en utilidades, los clientes reciben casi 20,000 pesos en rendimientos.

También vale la pena mencionar que es la gestión de activos la que más ha contribuido en la generación de las utilidades para los clientes que se vinculan al sector a través de los fondos voluntarios de pensiones, los fondos de inversión colectiva, de capital privado y los negocios de fiducia de inversión, que tienen el propósito principal de generar rendimientos financieros a los inversionistas a partir de los recursos fideicomitidos por medio de los vehículos mencionados. Lo anterior no significa que las fiducias de administración, garantía o inmobiliaria no tengan una importancia del mismo valor. Lo que sucede es que estos tipos de negocios no tienen como finalidad principal la generación de rendimientos financieros, sino el cumplimiento de los objetivos principales del cliente que pasan por la administración, recaudo y entrega apropiada de los recursos necesarios para adelantar diversidad de proyectos, entre los que se encuentran la construcción y desarrollo de grandes obras de interés nacional como se describirá más adelante.

La existencia de diferentes vehículos a través de los cuales se gestionan recursos para diversas finalidades y proyectos que se adelantan en diferentes sectores económicos del país, son reflejo de los atributos de los productos y servicios que ofrece el sector fiduciario en términos de seguridad, transparencia y confianza. De este modo, el sector fiduciario se ha consolidado

como uno de los más confiables para aportar al desarrollo económico sostenible del país, en medio de la recuperación e incertidumbre económica que ha envuelto a los mercados durante de la segunda década del Siglo XXI.

Gráfico 5. Rendimientos negocios administrados versus utilidades sociedades fiduciarias (COP billones)



Fuente: ANIF, cálculos con base en Superintendencia Financiera de Colombia.

Ahora, en los siguientes capítulos nos enfocaremos en estudiar a profundidad la contribución que han tenido las sociedades fiduciarias en el desarrollo del país en tres sectores de la economía: la construcción, la seguridad social y el mercado de capitales. Veremos que ese aporte va más allá de la rentabilidad que puedan generar en los diferentes negocios, pues gracias a la gestión eficiente y transparente de los recursos se ha logrado la materialización de proyectos que han mejorado en el bienestar de la población.

Capítulo II.

Rol de las sociedades fiduciarias en el sector de la construcción de infraestructura y vivienda

Las sociedades fiduciarias han jugado un papel preponderante en la construcción en Colombia. Tanto en el desarrollo de obras de infraestructura como en el sector inmobiliario, la administración de los recursos por parte de estas instituciones de servicios financieros ha dado paso a una mayor transparencia y confianza entre diferentes agentes económicos, lo que redunda en el adecuado desarrollo de cada proyecto. En este capítulo mostramos en detalle la participación de las sociedades fiduciarias en proyectos clave de infraestructura a través de las Asociaciones Público-Privadas (APP), como las vías 4G, y el inicio de la primera ola de los proyectos 5G. Así mismo, estudiamos la participación de las fiduciarias en el sector inmobiliario, tanto desde el punto de vista de la administración de recursos, como desde la inversión por medio de los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios (FICI), los Fondos de Capital Privado Inmobiliarios (FCPI) y las titularizaciones inmobiliarias que se desarrollan a través de patrimonios autónomos.

1. Sociedades Fiduciarias en la infraestructura

Asociaciones Público-Privadas

La participación de las sociedades fiduciarias ha sido clave en el desarrollo de la infraestructura, especialmente a través de las Asociaciones Público-Privadas, hito legislativo que no es reciente. Fue a través de la Ley 1508 de 2012 que se implementó la conformación de Patrimonios Autónomos para la canalización y administración de los recursos de estos proyectos de

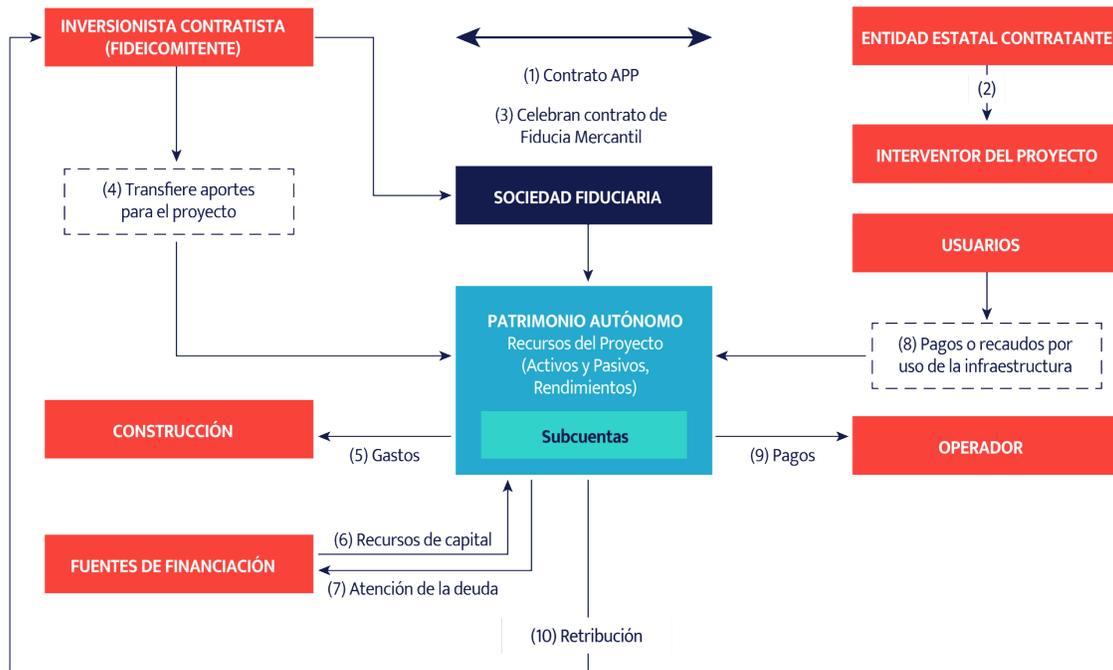
infraestructura (Conpes, 2013; ANI, 2022). En efecto, de acuerdo con el artículo 24 de la mencionada ley “Los recursos públicos y todos los recursos que se manejen en el proyecto deberán ser administrados a través de un patrimonio autónomo constituido por el contratista, integrado por todos los activos y pasivos presentes y futuros vinculados al proyecto (...) Los rendimientos de recursos privados en el patrimonio autónomo pertenecen al proyecto”. Dicha determinación respondió en su momento a un número de factores que entorpecían la adecuada ejecución de los proyectos de infraestructura. Dentro de esos obstáculos, la exposición de motivos de la Ley 1508 menciona: “la asignación de mecanismos erróneos de control; la falta de apoyo en la coordinación de temas como predios y licencias ambientales; la no penalización de culpa por parte de las concesiones, lo que les permite despojarse de las responsabilidades suscritas al contrato inicial y aún más con las modificaciones pertinentes en un otrosí según sea el caso; la ausencia de correctos esquemas fiduciarios que contribuyan al control de los desembolsos y aplicación de fondo, no solamente en el periodo de construcción, sino también durante el período de operación.”.

En ese orden de ideas, son varios los motivos por los cuales el vehículo fiduciario es idóneo para el manejo de los recursos de las APP, que, entre otras cosas, permite corregir varios de los problemas mencionados anteriormente. Para empezar, este instrumento fomenta la convergencia de los intereses de los actores públicos y privados involucrados, lo que termina por beneficiar a los demás agentes del sector: beneficiarios, inversionistas, acreedores, proveedores, contratistas, clientes, entidades estatales y hasta entes de control. En ese sentido, la adopción de patrimonios autónomos administrados por las fiduciarias para canalizar los recursos de los proyectos se soporta en varias razones, entre las cuales se encuentran (Asofiduciarias, 2017):

- La flexibilidad del vehículo fiduciario recoge dentro de los acuerdos contractuales los intereses y objetivos de los diferentes intervinientes. Con lo anterior, este instrumento fomenta la cohesión hacia una finalidad común en una gestión empresarial, fuera de las rígidas estructuras de una sociedad.

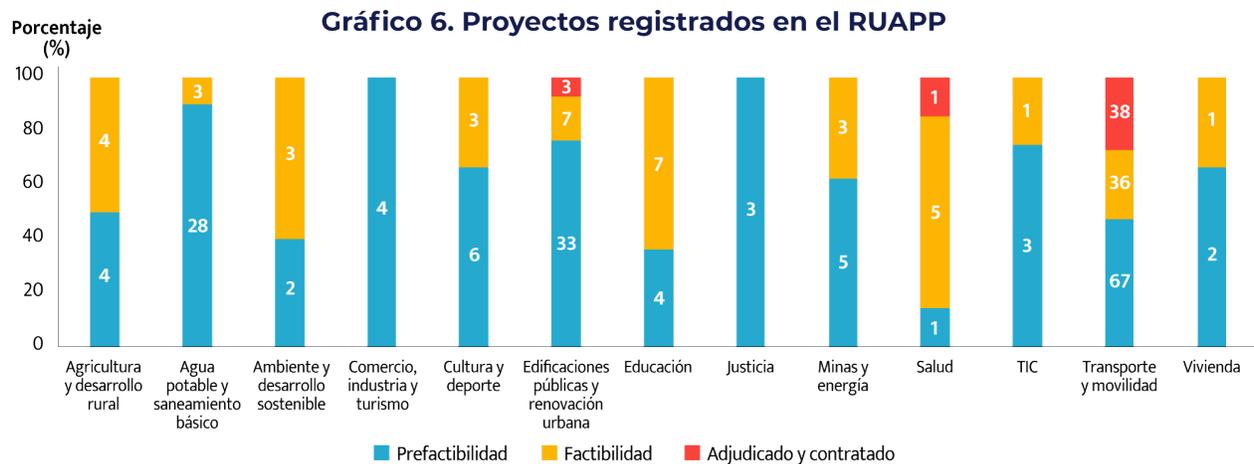
- La obligación de las fiduciarias de actuar en pro de y defender los intereses y activos del patrimonio autónomo.
- La separación patrimonial de los bienes del fideicomiso de los propios del fideicomitente y de la fiduciaria, y de los de otros clientes.
- La flexibilidad en los objetivos del fideicomiso, entre los que están: mecanismo de garantía, fuente de pago, administración, inversión, recaudo para la atención de obligaciones, administración o pagos.
- La posibilidad de establecer en los contratos una prelación de pagos a cargo del fideicomiso (impuestos, servicio de la deuda, excedentes, gastos de operación etc.)
- El patrimonio autónomo como centro contable del proyecto.

El Esquema 3 permite ver el funcionamiento de las APP y el rol que juegan las sociedades fiduciarias. En un primer momento se establece un contrato entre las entidades estatales y el concesionario a cargo de desarrollar la obra. Una vez establecido el contrato, se celebra el contrato de fiducia mercantil, creando así el patrimonio autónomo, al cual el fideicomitente, que es el concesionario, hace transferencia o aporte de los recursos. Así mismo, el patrimonio autónomo, al ser el vehículo de registro contable, gestiona los gastos, las fuentes de financiación, los pagos hechos por los usuarios y hacia el operador.

Esquema 3. Estructura General de APP


Fuente: "La fiducia: una herramienta en las asociaciones público – privadas" (Asofiduciarías).

En ese orden de ideas, procedemos a exponer de forma breve los actuales proyectos activos en el Registro Único de Asociaciones Público-Privadas (RUAPP) con el fin de mostrar todos los sectores en los cuales se están desarrollando estos proyectos de infraestructura y en los que participan las sociedades fiduciarias como administradoras de los recursos asociados a estos.



Fuente: elaboración ANIF con datos DNP.

De acuerdo con información del Departamento Nacional de Planeación (DNP), existen más de 800 proyectos en el RUAPP, de los cuales 292 están activos y 219 no cuentan con recursos públicos. El sector que más acumula proyectos es el de transporte y movilidad (141 seguido por el de edificaciones públicas y renovación urbana (43) y el de agua potable y saneamiento básico (31). También se resalta la existencia de proyectos en los sectores de educación, vivienda, comercio, industria y turismo y agricultura. De otra parte, más del 58% de los proyectos están en etapa de pre-factibilidad⁴, mientras que el 26% están en etapa de factibilidad y el restante 15% ya fueron adjudicados y contratados. Sobre este último grupo, el 90% de esos proyectos pertenecen al sector de transporte y movilidad.

⁴ Según la Ley 1508 de 2012, la estructuración de proyectos por parte de agentes privados consta de dos etapas:

- Prefactibilidad: el originador de la propuesta deberá señalar la descripción del proyecto incluyendo el diseño mínimo en etapa de prefactibilidad, construcción, operación, mantenimiento, organización y explotación de este, alcance del proyecto, estudios de demanda en etapa de prefactibilidad, especificaciones del proyecto, su costo estimado y la fuente de financiación.
- Factibilidad: la iniciativa para la realización del proyecto en esta etapa debe contener el modelo financiero detallado y formulado que fundamente el valor del proyecto, descripción detallada de las fases y duración del proyecto, justificación del plazo del contrato, análisis de riesgos asociados al proyecto, estudios de impacto ambiental, económico y social, y estudios de factibilidad técnica, económica, ambiental, predial, financiera y jurídica del proyecto.

Cuadro 1. Proyectos en el RUAPP estructurados por el DNP

 Proyecto	 Ciudad	 Departamento	 Sector	 Plazo (años)	 Capex (COP MM)	 Vigencias futuras (COP MM)	 Población beneficiada
Planta de tratamiento de agua residual (PTAR) Canoas	Bogotá, Soacha	Cundinamarca	Agua Potable y Saneamiento Básico	30	\$4,000	\$250.000 (pesos de 2018)	70% de la ciudad de Bogotá y 100% de la ciudad de Soacha (6,2 millones de habitantes)
Sistema de tratamiento de aguas residuales (STAR) Duitama	Duitama	Boyacá	Agua Potable y Saneamiento Básico	25	\$70,000	\$9.000 (pesos de 2019)	407.131 habitantes
Sistema de tratamiento de aguas residuales (STAR) Neiva	Neiva	Huila	Agua Potable y Saneamiento Básico	25	\$215,000	\$18.300 (pesos de 2019)	582.769 habitantes
Centro de Alto Rendimiento	Bogotá	Cundinamarca	Deporte	20	80,000	\$138.849 MM (pesos de 2021) \$9.256 por año (15 años)	Clubes deportivos, ligas de entidades deportivas, centros deportivos privados de fitness.
Fiscalía General de la Nación - Sede Cali	Cali	Valle del Cauca	Edificaciones y renovación urbana	25	\$175,000	\$28.000 (pesos de 2018)	1300 funcionarios + visitantes
Alojamientos universitarios UNAL Manizales	Manizales	Caldas	Educación	21	\$88,000.00	\$540.000 \$31.000 anuales (18 años) (pesos de 2021)	389 cupos para Alojamientos 300 para la Universidad y 89 para explotación comercial.
Alojamientos Universitarios Medellín	Medellín	Antioquia	Educación	21	\$80,000	\$23.600 (pesos de 2017)	7.017 estudiantes
Energías renovables en las Unidades Militares Aéreas			Minas y energía	20	\$36,000	\$16.000 (pesos de 2018)	12 unidades militares aéreas (UMAs)
Gran Parque Hospitalario de Engativá	Bogotá	Cundinamarca	Salud	11		\$517.815 57.535 anuales (9 años) (Pesos de 2020)	Población del régimen subsidiado, población sin aseguramiento, 10% de población del régimen contributivo y de excepción.
Hospital de Fusagasuga	Fusagasugá	Cundinamarca	Salud	3.5 meses			Realizar los estudios de prefactibilidad técnica, legal, comercial, económica y financiera con el fin de determinar la viabilidad para continuar a la etapa de factibilidad.

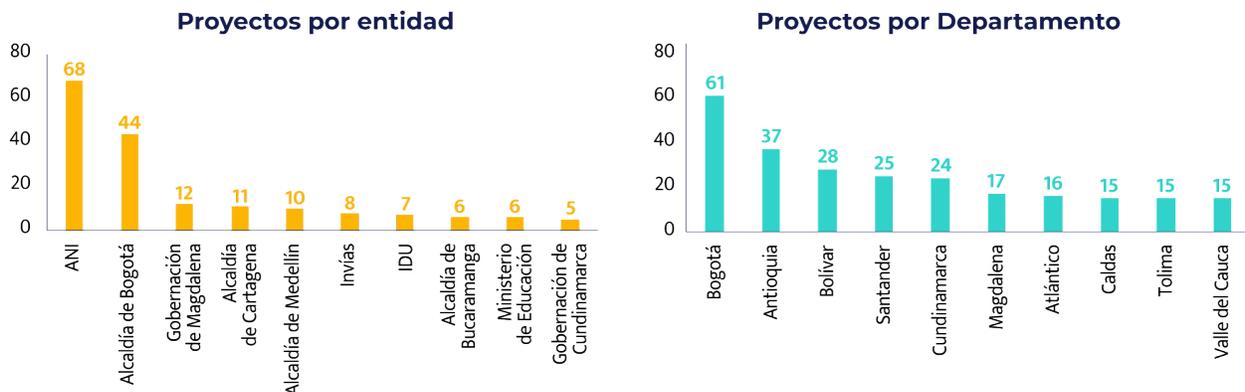
Fuente: elaboración ANIF con datos del DNP.

Ahora, el DNP actualmente se encuentra estructurando diez proyectos en varios departamentos del país. Tres de los proyectos pertenecen al sector de agua potable y saneamiento básico y consisten en la construcción o actualización de plantas de tratamiento de aguas residuales en Bogotá y Soacha (Cundinamarca), Duitama (Boyacá) y Neiva (Huila). En conjunto, los proyectos pretenden beneficiar a más de 7 millones de personas. Además, cuentan con un gasto en capital (CAPEX) de 289 billones de pesos y vigencias futuras aprobadas por 277.3 billones de pesos, todos recursos que pasan por los patrimonios autónomos administrados por las sociedades fiduciarias. Otros dos proyectos pertenecen al sector salud,

dos más al de educación y los tres restantes a los sectores de deporte, edificaciones y renovación urbana y minas y energía.

Finalmente, el gráfico 7 muestra la distribución de los proyectos en el RUAPP por entidad y por unidad administrativa. El 38% de los proyectos son competencia de la Agencia Nacional de Infraestructura, seguido por la Alcaldía de Bogotá con 24% y la Gobernación del Magdalena con 12 proyectos que representan casi 7% del total. Por unidad administrativa, Bogotá, Antioquia y Bolívar acumulan el mayor número de proyectos, con 61, 37 y 28, respectivamente. Es decir, actualmente los proyectos de APP en el RUAPP que están activos hacen presencia en 10 departamentos del país, lo que no significa que existan otros anteriores en otras zonas del país. En efecto, cómo veremos en las secciones de las vías 4G y de los proyectos 5G, se han desarrollado obras bajo el esquema de APP en casi todo el territorio nacional.

Gráfico 7. Proyectos en el RUAPP por entidad competente y unidad administrativa



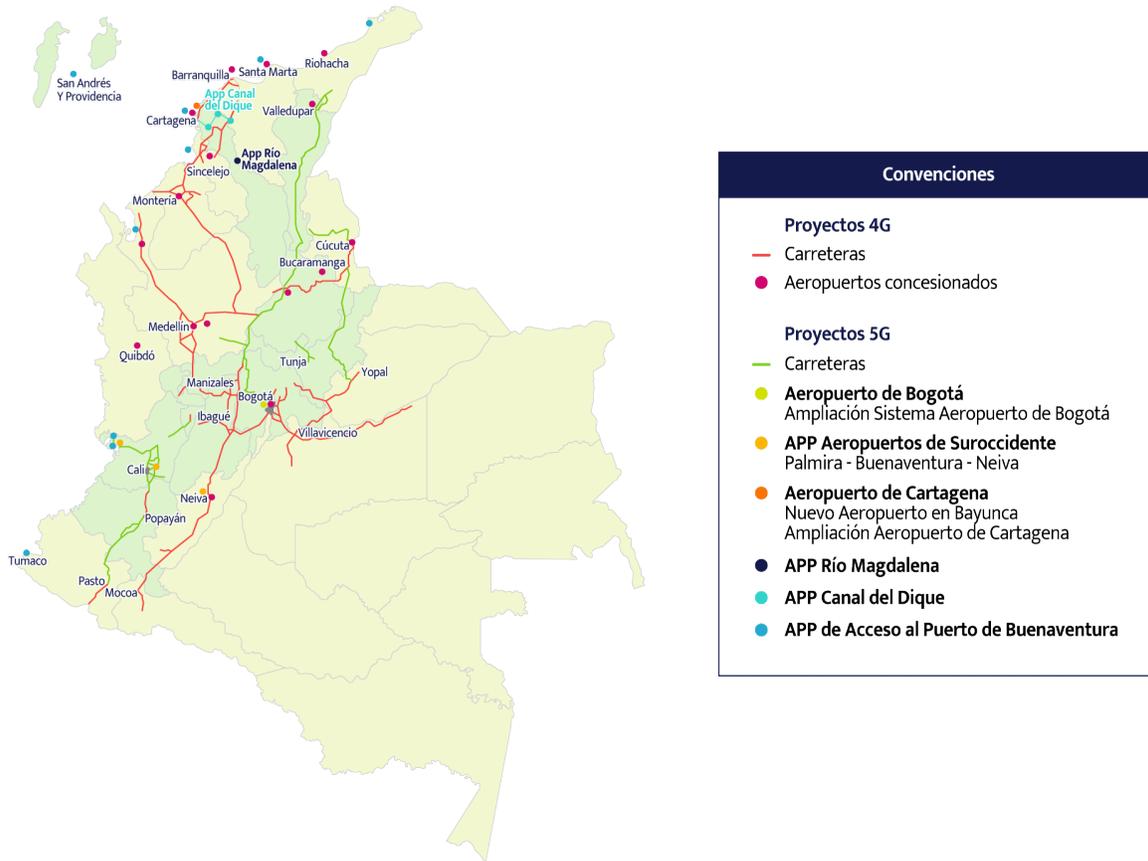
Fuente: cálculos ANIF con datos de Asofiduciarías.

En suma, en esta sección se realizó una breve descripción del estado actual de los proyectos de APP en el país. Todo lo anterior enmarcado en la normativa que dispuso el uso de patrimonios autónomos administrados por las sociedades fiduciarias para el manejo de los recursos de este tipo de proyectos, los cuales se encuentran distribuidos en todos los sectores de la economía, a lo largo del territorio nacional y bajo competencia de diferentes entidades gubernamentales.

En ese sentido, el vehículo fiduciario ha permitido la adecuada canalización y administración de recursos que han permitido llevar a cabo con éxito las APP en Colombia, aportando diversos atributos que se fundamentan en la confianza, en la transparencia de la información, en la separación patrimonial de cada proyecto, entre otras, que son la esencia del vehículo fiduciario. Efectivamente, las sociedades fiduciarias cumplen roles fundamentales en la administración de los patrimonios autónomos asociados a las concesiones viales y al manejo de los recursos del transporte urbano y de los peajes, por mencionar solo algunos.

Proyectos de 4G

Las vías de cuarta generación han sido un eje central del desarrollo de la infraestructura en el país. A partir del año 2013, año en el cual el Gobierno Nacional dio a conocer los proyectos, las vías 4G han permitido una mayor interconexión del país, así como una ampliación y mejoramiento en varias de las vías existentes, lo que ha redundado en un ahorro de 33.6%, en promedio, en los tiempos de recorrido. Se destaca también, los beneficios ambientales que se derivan del programa, los cuales se relacionan con la menor emisión de CO₂ como resultado de la reducción en el uso de combustibles que se deriva de los menores costos de operación de los vehículos. La menor emisión de gases se estima que representa una ganancia de \$15 billones (Conpes 3760, 2013). Además, la literatura especializada ha encontrado, a través de los años, que los proyectos de infraestructura son fundamentales para el desarrollo de un territorio. En ese sentido, las vías 4G han incrementado de forma significativa la accesibilidad de los territorios sobre los cuales se dan los proyectos. Lo anterior, a su vez, se traduce en una mayor oportunidad de acceso a mercados y la disminución de costos de transporte.

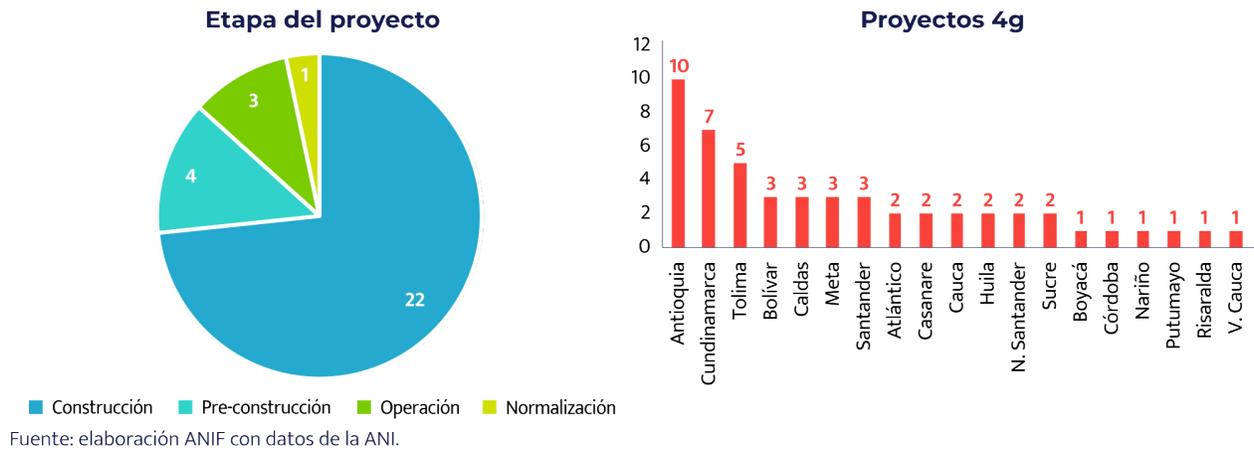
Mapa 1. Proyectos 4G y 5G


Fuente: elaboración ANIF con datos de la ANI.

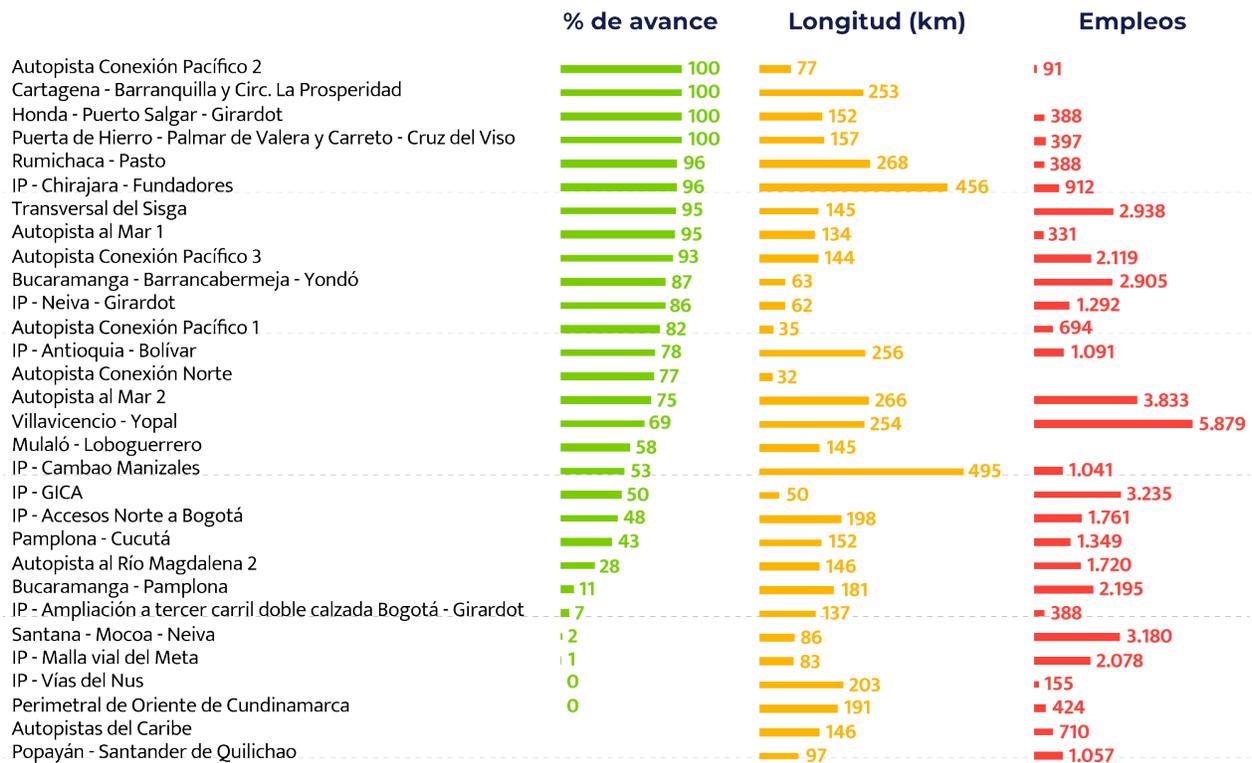
Según datos de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), de los 30 proyectos 4G hay 4 en pre-construcción⁵, 22 en construcción, 1 en normalización y 3 en operación. Además, los 30 proyectos suman hasta el momento una longitud concesionada de 4,353.3 kilómetros con presencia en 19 departamentos, dentro de los cuales Antioquia, Cundinamarca y Tolima tienen la mayor participación. Igualmente hay proyectos en el Meta, Putumayo, Casanare, Huila y Cauca (Gráfico 8).

⁵ Pre-construcción: Es el período comprendido entre la fecha de inicio de ejecución y la fecha en que suscriba el acta de iniciación de la etapa de construcción.

Gráfico 8. Etapas y departamentos de las vías 4G



Relacionado con lo anterior, se tiene que 19 proyectos presentan un porcentaje de avance superior al 50%, mientras que ya existen 4 obras culminadas (100% de avance). Estas son: Autopista Conexión Pacífico 2, vía Cartagena-Barranquilla y Ciudadela La Prosperidad, vía Honda-Puerto Salgar-Girardot y Puerta de Hierro - Palmar de Valera y Carreto - Cruz del Viso. Ahora, el total de longitud concesionada de las vías 4G (contando los proyectos que aún no inician su construcción) es de 5,062.25 km. Las vías de más longitud son: la IP Antioquia-Bolívar (495 km), vía Santana-Mocoa-Neiva (456 km) y la IP malla vial del Meta (267 km).

Gráfico 9. Avance, longitud y empleos de las vías 4G


Fuente: elaboración ANIF con datos de la ANI.

De forma fundamental, y como mencionamos anteriormente, los impactos del desarrollo de las vías 4G sobre los departamentos en los cuales hacen presencia son importantes. Según la ANI los 30 proyectos han generado más de 39 mil empleos directos, lo que es positivo para las regiones. El proyecto que más generó ocupación es el de Autopista al Mar 2, con más de 5 mil empleos (9 mil, si se cuentan los indirectos) y 254 km de longitud, que conecta el departamento de Antioquia con las zonas portuarias del Pacífico y el Atlántico. Le sigue la vía Yopal Villavicencio con 4 mil empleos y la Autopista Conexión Pacífico 1 con más de 3 mil empleos.

Con todo lo anterior, las vías 4G se han convertido en un motor de desarrollo en el país, brindando una mayor conexión entre las diferentes regiones, lo que se refleja en diferentes dimensiones de bienestar para la sociedad. De forma inmediata, la ejecución de estos proyectos de infraestructura son generadores de desarrollo en sí mismo, por medio de una mayor demanda de bienes y servicios en las regiones donde se llevan a cabo, así como de

empleo. En otras palabras, los llamados encadenamientos productivos son fundamentales en las vías 4G.

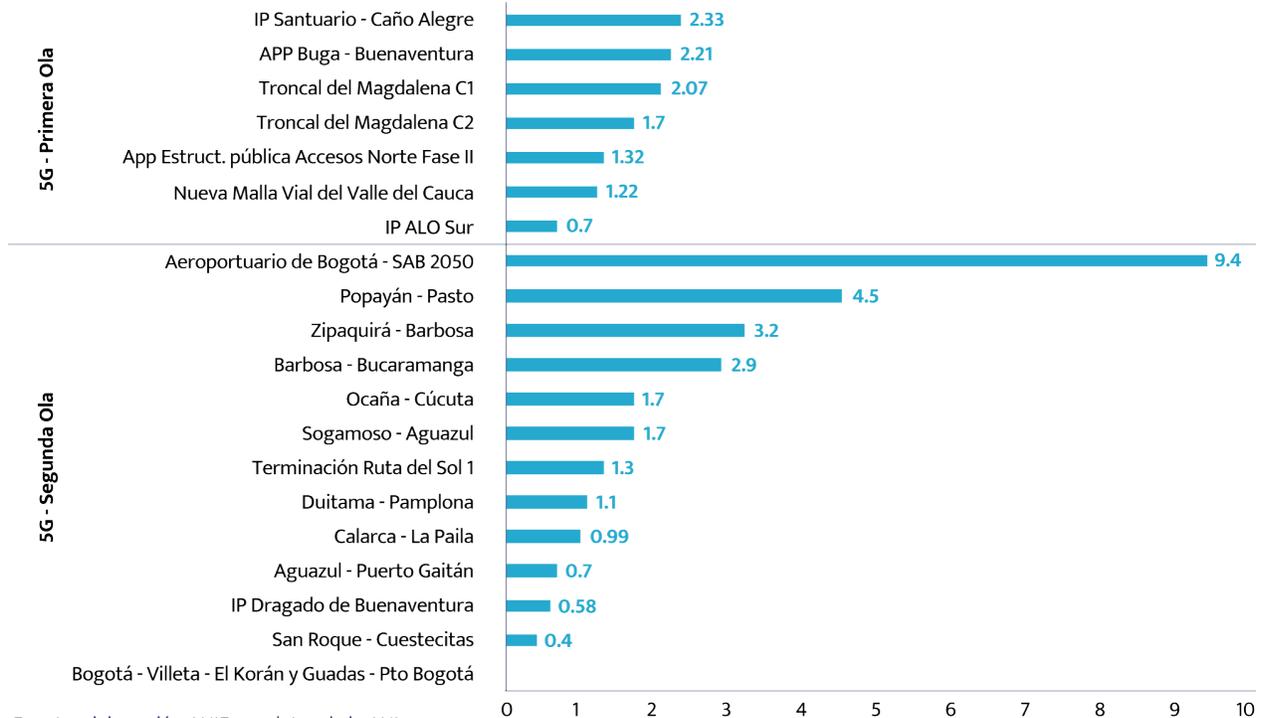
No sobra decir que gran parte del éxito de estos proyectos se deriva de la presencia de las sociedades fiduciarias, encargadas de la gestión y administración de los patrimonios autónomos que canalizan los recursos de cada proyecto. En efecto, dentro de las funciones que cumplen las fiduciarias están: la administración de la deuda y el capital, los ingresos regulados y no regulados en el desarrollo del proyecto con una adecuada separación y contabilización, facilitando así el acceso a fuentes de financiación; la separación, registro y administración de los activos del fideicomiso; ser centro de imputación contable del proyecto; cumplir con los requerimientos del concesionario respecto a la calidad y agilidad de la información administrada por el fideicomiso. De forma particular, los fideicomisos tienen como objeto administrar los recursos de capital, deuda, peajes y vigencias futuras presupuestales de los proyectos de construcción de carreteras de cuarta generación. Todos tienen una duración de más de 20 años y los recursos administrados por las sociedades fiduciarias superan los 20 billones de pesos.

Proyectos de 5G

En el año 2021 el gobierno anunció el inicio de los proyectos de quinta generación (5G) que, además de tener obras de carreteras, también incluyen desarrollos de infraestructura ferroviaria, fluvial y aeroportuaria. Los proyectos de la primera se encuentran en etapa de estructuración; para las obras viales, se estima un CAPEX de 11.5 billones de pesos y la creación de 358 mil empleos directos, indirectos e inducidos⁶.

⁶ Según el BID, los empleos inducidos corresponden a aquellos generados para una mayor provisión de bienes y servicios en otros sectores de la economía debido al gasto de los empleados directos e indirectos, como meseros, carpinteros, agricultores, vendedores.

Gráfico 10. Proyectos viales de 5G - Primera y segunda ola
Capex (COP billones)



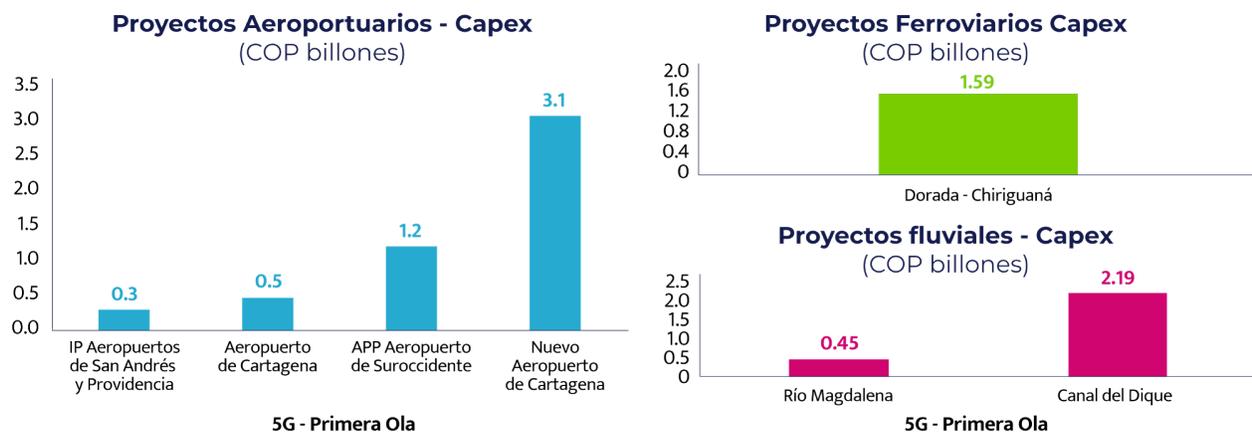
Fuente: elaboración ANIF con datos de la ANI.

Por su parte, los proyectos diferentes a las carreteras se concentran en la primera ola. Hay un proyecto ferroviario que conecta La Dorada (Caldas) con Chiriguaná (Cesar), que consiste en la rehabilitación y actualización de las líneas férreas, con una longitud de 558.3 km y un valor de gasto en capital estimado en 1.59 billones de pesos. Adicional a eso, se proyecta que la generación de empleos directos, indirectos e inducidos del proyecto supera las 44 mil vacantes. Hay, además, cuatro proyectos aeroportuarios con un gasto en capital superior a los 5 billones de pesos y una estimación de empleos directos, indirectos e inducidos superior a los 142 mil. Dichas obras se ubican Cartagena, el Suroccidente del País (Palmira, Valle del Cauca; Buenaventura, Valle del Cauca; Neiva, Huila) y San Andrés y Providencia.

Ahora, dentro de los proyectos viales de 5G se cuenta la Concesión Nueva Malla Vial del Valle del Cauca (P.A. Rutas del Valle), uno de los primeros proyectos adjudicados en la primera ola y

el cual ya cuenta con el patrimonio autónomo para administrar los recursos para la ejecución de las obras. La longitud de la vía será de 310km de los cuales 27.2km serán construidos, mientras que el tramo restante será mejorado y puesto a punto. La duración de la construcción será de 4 años, mientras que la concesión durará casi tres décadas. El CAPEX del proyecto se estima en 1.22 billones de pesos, mientras que el OPEX asciende a 1.8 billones. Con todo, se rescata que el proyecto generará cerca de 38 mil empleos directos e indirectos, y que el proyecto beneficiaría a más de 3.3 millones de habitantes de los departamentos del Cauca y Valle del Cauca.

Gráfico 11. Proyectos no-viales de 5G - Primera ola



Fuente: elaboración ANIF con datos de la ANI.

Los proyectos 5G también incluyen dos obras fluviales. La primera consiste en la adecuación del Canal del Dique para mantener el control del tránsito de sedimentos entre el canal y las bahías de Cartagena y Barbacoas, el control de inundaciones y de los niveles de agua en el canal, y restaurar los ecosistemas *Parque Nacional Natural Corales del Rosario y San Bernardo*, y de las rondas de ciénagas, caños y del Canal del Dique. Además, se harán las modificaciones necesarias para la optimización de la navegabilidad en el Canal y el aseguramiento del recurso hídrico del canal para agua potable, riego, ganadería, pesca y otros servicios. La obra tiene una longitud origen-destino de 115 km y se estima un periodo de pre-construcción de 1.5 años, de

construcción de 4.25 años y de concesión de 15 años. Asimismo, ayudará a la generación de más de 61 mil empleos estimados. Según estimaciones de la ANI, se beneficiarían de la ejecución de la obra cerca de 20 municipios en los departamentos de Bolívar, Atlántico y Sucre.

El otro proyecto fluvial se centra en recuperar la navegabilidad del río Magdalena, invirtiendo más de 1.54 billones de pesos (CAPEX y OPEX), en un plazo de construcción de 4.5 años y de concesión de 15 años. Se estima que el proyecto podría generar cerca de 12 mil empleos y beneficiaría a 50 municipios en 6 departamentos, entre Barrancabermeja y Barranquilla con más de 1.5 millones de habitantes. Con todo lo anterior, el objetivo de la obra es convertir al Río Magdalena en un motor de desarrollo y competitividad de las regiones, contribuyendo, además, a la disminución en los costos de la cadena logística.

Según el Ministerio de Hacienda, se estima que todos los proyectos tendrán una inversión superior a los 50 billones de pesos, de los cuales 21.79 billones están destinados a la primera ola (en CAPEX). Además, la cartera le dio visto bueno al cierre de 2021 a nueve proyectos multimodales: seis viales, dos fluviales y un aeropuerto. En su conjunto, las nueve obras demandarían una inversión superior a los 20 billones de pesos y generarían más de 500 mil empleos directos e indirectos. No sobra decir que todas las obras se hacen bajo la figura de APP, lo que implica el uso de patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias, como referimos al inicio de esta sección. Cabe señalar que bajo esta modalidad de inversión la competencia en los mercados de deuda y los instrumentos sean más sostenibles en términos financieros. Además, el modelo de las APP permite el desarrollo de proyectos sostenibles, la adquisición y uso de los recursos de forma sostenible y eficiente, el desarrollo de sistemas de administración de riesgos ambientales y sociales, así como el ejercicio de buenas prácticas y la difusión de conocimiento (Conpes 4060, 2021)

En este punto vale la pena hacer un alto para estudiar el marco institucional diseñado para el manejo de contingencias en diferentes sectores que involucran la participación de instituciones públicas. En ese marco se encuentra el Fondo de Contingencias de Entidades

Estatales, que ha cumplido un papel significativo en el desarrollo de las vías 4G y de los próximos proyectos 5G.

Fondo de Contingencias de Entidades Estatales

Como mencionamos con anterioridad, en el marco del desarrollo de las obras de infraestructura es fundamental entender el rol que desempeña el Fondo de Contingencias de las Entidades Estatales. Según el Decreto 423 de 2001, el FCEE es “un sistema de manejo de los recursos transferidos por las entidades aportantes en la forma, cuantía y oportunidades previstas en el plan de aportes al administrador, para atender el cumplimiento de las obligaciones contingentes asumidas en el contrato identificado en la correspondiente cuenta”. Es decir, el FCEE es un conjunto de subfondos, cada uno de los cuales está asignado a una entidad con un contrato sobre el que existe el riesgo de tener que asumir una obligación contingente en el futuro. Así, las entidades deben hacer aportes al FCEE para el cumplimiento eventual de las contingencias.

El objetivo del Fondo es atender a cabalidad las obligaciones contingentes de las entidades estatales catalogadas como aportantes al FCEE (ver Cuadro 2), obligaciones que se encuentran asociadas a 5 sectores que han sido clasificados como *sectores de riesgo*: infraestructura de transporte, energético, saneamiento básico, agua potable y comunicaciones.

Cuadro 2. Entidades que tienen carácter de aportantes al FCEE



Fuente: Decreto 423 de 2001.

Ahora, es en la administración del Fondo donde entran las sociedades fiduciarias a jugar un papel fundamental pues, de acuerdo con el Decreto 423 de 2001, una sociedad fiduciaria debe encargarse de la administración de los recursos del FCEE. En este decreto se define que existen 4 tipos de recursos que deben ser administrados a través del Fondo: los aportes efectuados por las entidades estatales, los aportes del presupuesto nacional, los rendimientos financieros que generan los recursos y el producto de recuperación de cartera. Esos aportes deben ser invertidos únicamente en títulos TES en el mercado primario o en el secundario. Con los rendimientos derivados de la inversión se deben pagar los gastos administrativos en los que se haya incurrido y el resto se distribuye proporcionalmente entre las entidades aportantes una vez finalice el contrato relacionado con las obligaciones contingentes.

Es importante aclarar que los recursos que administra la fiduciaria se derivan de los aportes de las entidades contingentes, pero no depende de la fiduciaria que los aportes que se hagan al Fondo sean acordes con los riesgos de la obra, pues esto se determina a través de un marco técnico claro definido en el Decreto 1068 de 2015. En todo caso, la participación de la fiduciaria en el FCEE es fundamental para la administración transparente y la ejecución de los recursos, en caso de que los riesgos del proyecto se materialicen, facilitando de esta forma que el Fondo cumpla un rol de garantía clave para el desarrollo de los proyectos de infraestructura. Lo anterior, se suma a la estructura de las vigencias futuras de las APP y permite que los inversionistas tengan la confianza de apalancar proyectos estructurales para el desarrollo del país.

A lo largo de estas dos sub-secciones hemos podido analizar el desarrollo de dos grandes grupos de obras de infraestructura: las vías 4G y los proyectos 5G que están por comenzar. En ambos grupos ha sido fundamental la participación de las sociedades fiduciarias. En efecto,

agentes relevantes del sector⁷ reconocen la importancia de las fiduciarías las cuales, después de la expedición de la Ley 1508 de 2012, no sólo son tesoreras de esos recursos, sino que pasaron a ser también los centros contables de los proyectos de APP – algo que se hizo especialmente evidente con las vías 4G. Es decir que, además de administrar los recursos y apalancar el financiamiento, brindan una mayor transparencia y trazabilidad de los recursos, lo que genera una mayor confianza por parte de los prestamistas. En ese orden de ideas, ese nuevo rol de los patrimonios autónomos administrados por las sociedades fiduciarías da un parte de tranquilidad a las entidades involucradas, puesto que brinda una mayor seguridad sobre cómo se asignan y se invierten los recursos. En esa misma línea, las sociedades fiduciarías resaltan que, en el patrimonio autónomo, al ser el centro de gestión de los recursos asignados a los proyectos desde diferentes fuentes, se separan los recursos en cuentas por cada unidad funcional del proyecto, así como los recursos propios de la concesión y de la ANI, lo que da una mayor transparencia a la gestión de estos. Así mismo, la actividad que desarrollan las fiduciarías en la administración de los recursos de estos proyectos permite que cada una de las partes se dedique a las actividades propias de su rol. Adicionalmente, la existencia de vehículos fiduciaríos facilita la financiación de los proyectos al estar especializados en la atención de soluciones de financiación sofisticadas, diversas y transaccionales cuya estructuración contractual y financiera requiere de elevados estándares profesionales.

Igualmente, las fiduciarías están a cargo de generar informes periódicos denominados rendiciones de cuentas, lo que permite una mayor trazabilidad de los recursos a lo largo de la ejecución del proyecto y ofrece mayores garantías de que se esté dando un uso adecuado a los mismos. Las sociedades fiduciarías también desempeñan otros roles que, de acuerdo con jugadores del sector de infraestructura, hacen las transacciones más seguras durante la ejecución de los proyectos. Entre estos roles se encuentra actuar como agentes

⁷ Para este estudio, ANIF tuvo conversaciones con la Cámara Colombiana de la Infraestructura (CCI), la Financiera Nacional de Desarrollo (FND), la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) y Galería Inmobiliaria.

administradores/representantes de los prestamistas y agentes de garantías en los que realizan la salvaguarda de estas (contratos, acciones, prendas, entre otros) y, además, conocen cuáles son los derechos de cada prestamista. Todo lo anterior redundará en una ejecución eficiente y transparente de las obras que, como vimos en esta sección, repercute positivamente en las comunidades de los territorios en los cuales se desarrollan los proyectos.

Los agentes del sector de infraestructura coinciden en que el actual acuerdo institucional que rodea a las APP funciona de manera adecuada, sin que se haya asociado a ese marco casos de malos manejos de los recursos. Lo anterior, a su vez, se refleja en el bajo número de glosas, indagaciones o críticas por parte de la Contraloría General de la República. Además, las auditorías realizadas por esta entidad sobre los proyectos APP no suelen tener hallazgos significativos.

Otros proyectos de infraestructura

Más allá de los proyectos de APP, cabe resaltar otras obras relacionadas con la infraestructura de Colombia. Por ejemplo, están las obras por impuestos, que es una iniciativa del Gobierno Nacional para promover una mayor inversión en infraestructura en las zonas más afectadas por el conflicto armado (ZOMAC), la cual fue incluida en el régimen tributario a través del artículo 238 de la Ley 1819 de 2016, y luego, por medio de la ley 2010 de 2019, se incluyó el artículo 800-1 al Estatuto Tributario. Mediante este mecanismo, los grandes contribuyentes participan en proyectos que benefician a las comunidades que habitan en esas zonas. En particular, las normas tributarias les permiten a las empresas con ingresos igual o superiores a 33.160 UVT pagar hasta el 50% del impuesto de renta en inversión directa en proyectos de interés social en las ZOMAC. En otras palabras, en vez de hacer el pago de esa parte del impuesto de renta a la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales -DIAN, los contribuyentes que cumplen los requisitos pueden optar por aportar a un proyecto de interés social en una ZOMAC de su elección. Las sociedades fiduciarias entran a operar una vez el proyecto ha sido autorizado, momento después del cual la empresa debe constituir un patrimonio autónomo en

el cual se consignarán todos los recursos equivalentes al impuesto de renta que se destinarán al proyecto. Dentro de los tres días siguientes a la constitución del contrato de fiducia, la sociedad se ve en la obligación de certificar el recibo de esos recursos ante la Agencia de Renovación del Territorio (ART) y la DIAN. Siguiendo las instrucciones del contribuyente, la fiduciaria debe contratar al gerente del proyecto y al interventor de la obra, así como a los terceros necesarios para el desarrollo de la obra. Adicional a eso, la fiduciaria debe hacer los pagos de contratos y bienes asociados al proyecto. Finalmente, los recursos se invierten en FIC de la fiduciaria, y los rendimientos se administran en una cuenta separada para ser girados al Tesoro Nacional, una vez se finalice el proyecto. Bajo ese marco, se han entregado 54 proyectos en cerca de 344 municipios ZOMAC por un valor de 320 mil millones de pesos.

Es importante resaltar que una gran proporción de esos 54 proyectos corresponde al mejoramiento y la pavimentación de la malla vial del país como, por ejemplo, las mejoras de Corredor Balsillas – San Vicente del Caguán en el departamento del Caquetá, la construcción del puente vehicular Las Cruces en la vía Dabeiba – Camparrusia en Antioquia, o la pavimentación de la vía San Pedro Alto para el tramo comprendido entre la vía al Tigre – Casa de Piedra en el municipio de Curumaní en el departamento del Cesar. Existen proyectos que, sin ser de infraestructura de transporte, ayudan a mejorar la vida y el desarrollo económico de los colombianos en otros frentes, como en: (i) la implementación de soluciones solares fotovoltaicas para 198 usuarios en la zona rural del municipio de San Vicente del Caguán en el Caquetá, que se traducirá en un beneficio total para 718 residentes; (ii) la dotación de ambientes escolares para sedes educativas oficiales del municipio de Ipiales en Nariño que beneficiará a 3,790 niños y niñas; (iii) la optimización del sistema de acueducto en el casco urbano del municipio de Medina, que espera beneficiar a unas 5,165 personas; y (iv) la implementación de tecnologías digitales para aprender en las sedes educativas rurales de los municipios de Amalfi, Remedios y Segovia en el departamento de Antioquia, que acercará a 4,876 niños y niñas al mundo digital para aprovechar de mejor manera sus capacidades. Lo anterior demuestra la amplia capacidad de impacto positivo que las sociedades fiduciarias

tienen en los diferentes sectores económicos y sociales para mejorar la vida de los colombianos.

Otro proyecto de gran relevancia es la construcción del Metro Ligero de la Avenida 80 en la ciudad de Medellín, con recursos de la Alcaldía de esa ciudad y del Gobierno Nacional, el cual beneficiará a la población en la zona oriental de la capital de Antioquia. Esta línea será de una longitud aproximada de 13.25km, con una capacidad media y de tecnología de metro ligero. Además de ser un corredor de transporte, el Metro de la 80 se concibe como una franja que concentra servicios y se asocia al sistema completo, de tal manera que se fomenta el uso mixto del suelo facilitando la prestación integrada de los servicios con un acceso más fácil para todos los usuarios.

Otro hito que se resalta, y que se relaciona con las formas de financiamiento de la infraestructura, es Transmilenio y el uso de las titularizaciones. Antes de profundizar en este hito, es importante definir qué son las titularizaciones, las cuales consisten en transformar bienes o activos, presentes y futuros, en valores negociables en el mercado. En ese sentido, una persona natural o jurídica podrá constituir un patrimonio autónomo, independiente del patrimonio ordinario de la empresa o unidad originaria, donde se cede el derecho o dominio de este. Ese mecanismo tiene como propósito aumentar la liquidez del poseedor de los activos, donde por lo general se obtienen tasas de interés menores a las ofertadas en el mercado crediticio tradicional. Es así como Transmilenio desde el 2009 ha optado por este mecanismo de financiación, mediante subasta holandesa en la Bolsa de Valores de Colombia. Entre los principales demandantes de los títulos valores emitidos por la empresa, se han encontrado principalmente compañías de seguros y fondos de pensiones, tanto voluntarios como obligatorios.

Entre los activos que se han aportado a patrimonios autónomos, han destacado las vigencias futuras del sistema. De la misma forma, los principales proyectos financiados con los recursos obtenidos por este medio han sido la compra de predios para la fase III, construcción de troncales como el de la carrera décima y la calle 26, así como la renovación de la flota de buses.

Lo anterior ha sido clave para que el sistema hoy cuente con 1.114.4⁸ km de vías en 11 troncales en operación, 9 portales y 53. Patíos garajes, así como con 2.364 buses en servicio

2. Sociedades fiduciarias en el sector inmobiliario

En la sección anterior se evidenció el papel fundamental que han desempeñado las fiduciarias en el desarrollo de proyectos de infraestructura para el país. Partiendo de eso, vale la pena indagar cuál ha sido la función de las fiduciarias en las actividades inmobiliarias y su aporte al desarrollo del subsector de edificaciones⁹.

La crisis económica de final del siglo XX dejó una lección importante para los constructores. Realizar la venta de los inmuebles una vez estuvieran construidos representa un riesgo muy alto, en tanto el constructor asume todos los costos del proyecto sin asegurar la venta posterior del mismo. Esa situación llevó a que varios constructores se quedaran con los inmuebles y se vieran en la necesidad de entregarlos en forma de pago de los créditos otorgados por las entidades financieras para el desarrollo de los proyectos. Se evidenció entonces la necesidad de asegurar los ingresos antes de la finalización de los proyectos, lo que dio lugar al diseño del modelo de preventa de vivienda, que consiste en que la construcción no inicia sino hasta el momento en el que se ha vendido el porcentaje de inmuebles que aseguran el pago de los costos, es decir cuando se llega al punto de equilibrio.

Para que este modelo fuera efectivo, se necesitaba asegurarles a las partes (compradores de vivienda y constructores) el pago y la entrega del inmueble o las garantías necesarias en caso de incumplimiento. Para eso, se incorporó a las fiduciarias como el actor encargado de la

⁸ Datos tomados de www.transmilenio.gov.co, a corte de febrero de 2022.

⁹ Para este estudio, ANIF tuvo conversaciones con la Cámara Colombiana de la Infraestructura (CCI), la Financiera Nacional de Desarrollo (FND) y la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) y Galería Inmobiliaria.

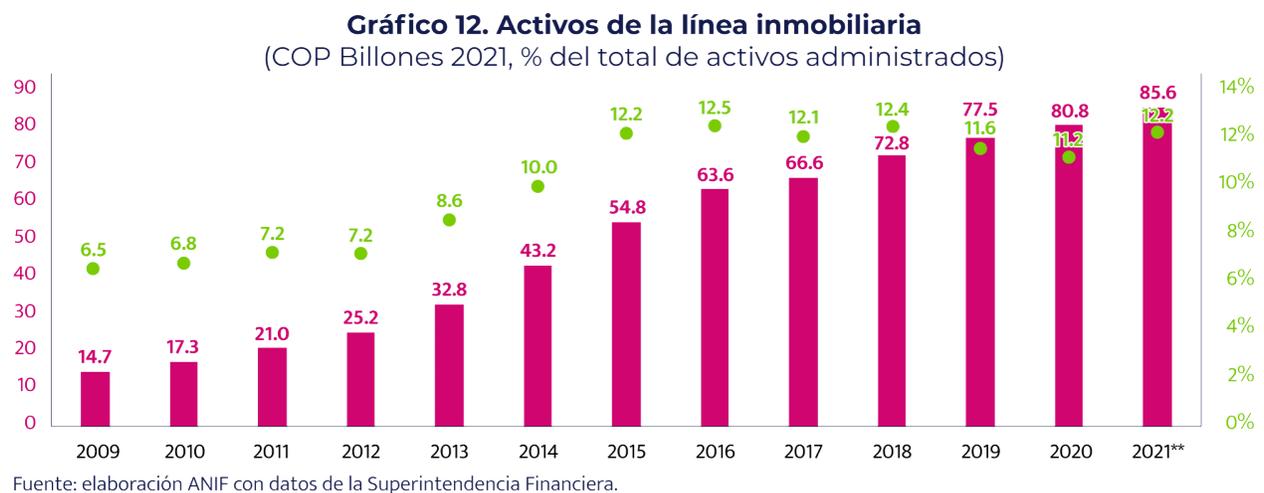
administración de los recursos entregados por los compradores y del posterior desembolso de los recursos al constructor, una vez se cumplen las condiciones de entrega establecidas en el contrato de fiducia inmobiliaria. En ese sentido, las fiduciarias desempeñan un rol fundamental en el desarrollo de los proyectos, en la medida en que permite una adecuada alineación de incentivos y facilita que todos los actores involucrados (compradores, desarrolladores, financiadores y aportantes de suelo) se articulen alrededor de estos vehículos para la estructuración y ejecución de los proyectos. Siendo así, la fiducia inmobiliaria se ha posicionado a lo largo de los años como un vehículo de medio, lo que les permite a los diferentes actores que participan del proyecto mitigar los riesgos de contraparte, dándole a los agentes involucrados un parte de tranquilidad y de confianza. Es por esto que la participación de las fiduciarias para el desarrollo de vivienda en la modalidad de preventa se puede considerar como uno de los saltos de innovación más importantes que han tenido las actividades inmobiliarias en el país.

Ahora, los beneficios del modelo van más allá de la seguridad. Por el lado de los compradores, la posibilidad de comprar sobre planos representa una ganancia que se materializa una vez se les entrega el inmueble, en la medida que el precio sobre planos resulta ser inferior al de la obra terminada, la cual registra un incremento en el valor comercial una vez se ha terminado el proyecto. Por el lado de los constructores, el modelo se convierte en un mecanismo de ajuste que permite adaptarse a las condiciones del mercado. Lo anterior, se evidenció durante la pandemia en 2020 cuando los bancos y los constructores incrementaron el punto de equilibrio para poder evitar cualquier riesgo que terminara en un mayor inventario terminado y acumulado.

Adicional al rol que juegan las fiduciarias en el proceso de las preventas, existen otras dos modalidades en las que se incorpora el uso de fiducias dentro del desarrollo de los proyectos inmobiliarios. La primera de estas es la modalidad de tesorería en la que las fiduciarias cumplen la tarea de administrar e invertir los recursos que serán destinados a la ejecución de los proyectos. La segunda se relaciona con el proceso de administración de los bienes y recursos

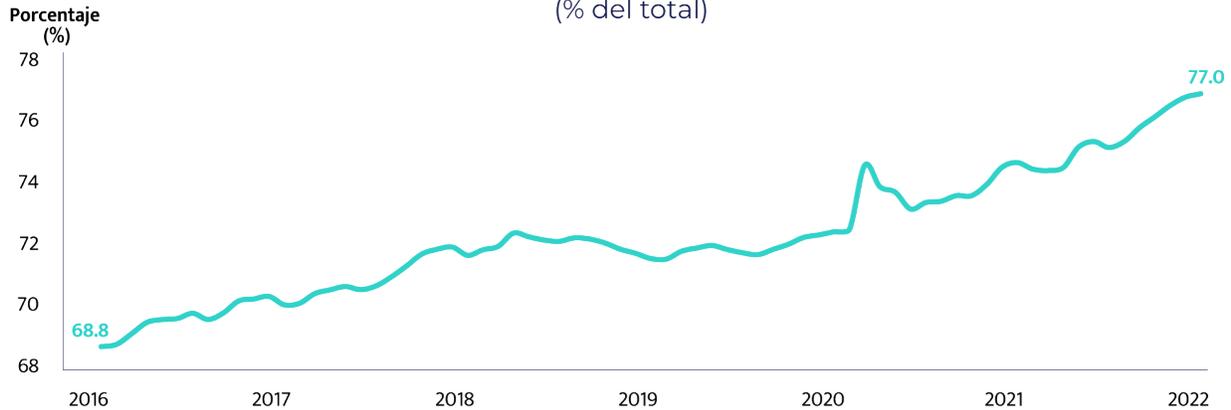
para la ejecución de los proyectos inmobiliarios, así como con el de los pagos que se deben realizar según lo establecido en los contratos.

Estas tres modalidades les permiten a las fiduciarias participar en la administración de los proyectos inmobiliarios, actividad que ha venido creciendo en los últimos años y que se ha vuelto clave para el progreso del componente de edificaciones. Lo anterior, se puede ver reflejado en el Gráfico 12, en el que se evidencia que la administración de activos inmobiliarios ha ido aumentando su participación dentro del total de activos que son administrados por las fiduciarias.



De igual forma, la participación de las fiduciarias en la actividad inmobiliaria se puede ver reflejada en las ventas realizadas a través de este tipo de entidades. Como se evidencia en el Gráfico 11, el uso de las fiducias en los proyectos de vivienda ha venido incrementando su participación, pasando de un 69% en enero de 2016 a un 77% en enero de 2021. Para el año 2020 se efectuaron ventas por \$26.036 millones a través de 17 fiduciarias, lo que representa un incremento de 15.5% frente a las ventas realizadas en 2019.

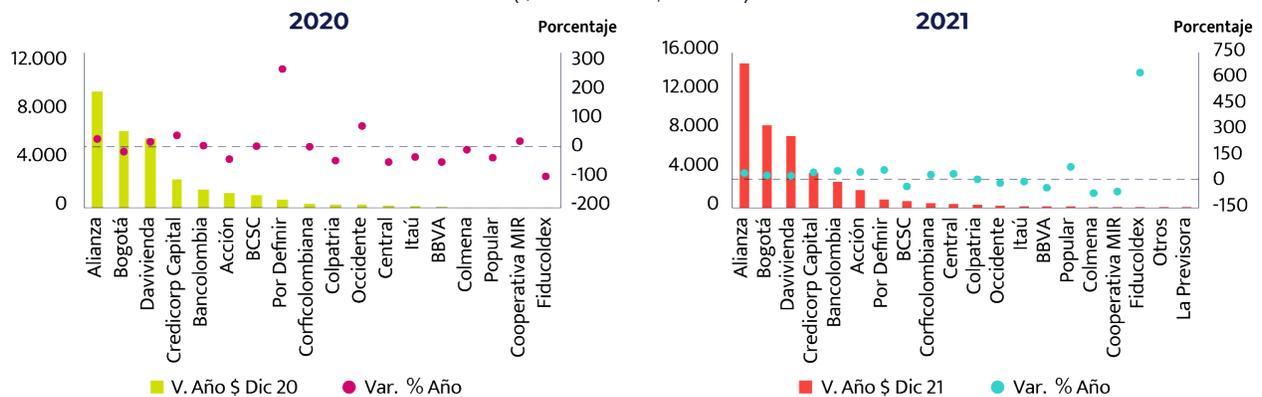
Gráfico 13. Proyectos de vivienda para la venta que cuentan con fiducia
(% del total)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Coordinada Urbana - CAMACOL.

Cabe señalar que el buen desempeño de las ventas estuvo atado a los distintos subsidios que se lanzaron en el marco del paquete de reactivación económica a raíz de la pandemia del COVID-19. Para el año 2021, como era de esperarse, las ventas efectivas realizadas a través de fiduciarias registraron un crecimiento de 39.4%, equivalentes a \$30.087 millones (Gráfico 14).

Gráfico 14. Ventas acumuladas realizadas a través de Fiduciarias
(\$ millones, var. %)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Galería Inmobiliaria.

En el frente de las políticas públicas de vivienda, la participación de las fiduciarias ha sido esencial para la ejecución de los programas de vivienda gratuita (2014-2016) y de vivienda rural

(2018-2022). Los aprendizajes y ventajas asociadas al uso de estas entidades en la ejecución de los programas de vivienda, ha resultado en que también se acuda a las fiduciarias y a los fidecomisos por ellas administrados para la movilización de gran parte de los recursos destinados al programa más exitoso de vivienda de interés social del actual gobierno (Mi Casa Ya), el cual ya completa más de 170¹⁰ mil subsidios entregados, superando la meta inicial de 135 mil para el periodo 2018-2022. Lo anterior, ha beneficiado a más de 800 hogares que representan más de 3.4 millones de colombianos, según datos del Ministerio de Vivienda

En este punto, cabe resaltar varios proyectos inmobiliarios, que son conocidos y apreciados por los colombianos, y que tuvieron una activa participación de las sociedades fiduciarias, como los programas de vivienda gratuita, Ciudad Salitre en Bogotá y la Ciudadela La Prosperidad en Madrid, Cundinamarca. Por un lado, la primera versión del Programa de Vivienda Gratuita (PVG) entregó cien mil viviendas gratis en 205 municipios, mientras que la segunda tiene planeado subsidiar la vivienda de 30 mil familias. Sobre esta última, por medio del fideicomiso PVG II se realiza la contratación derivada para el desarrollo de los proyectos de vivienda en los municipios del país de categorías 3, 4, 5 y 6 bajo dos esquemas: el primero consiste en la adquisición de Viviendas de Interés Prioritario (VIP) en proyectos privados, mientras que el segundo esquema trata sobre la selección de constructores para el diseño y construcción de proyectos en lotes aportados por las entidades territoriales. Hasta el momento se han ejecutado 193 contratos para un total de 28,477 VIP de las cuales 20,333 ya han sido terminadas y certificadas, y 13,857 han sido escrituradas a las familias beneficiarias.

El megaproyecto de La Ciudadela La Prosperidad inició en 2014 en un terreno de más de 90 hectáreas para el desarrollo de 15 mil unidades de vivienda, la mayoría del segmento de interés social. A la fecha se han escriturado más de 6 mil unidades.

¹⁰ 170.767 subsidios entregados al corte del 4 de marzo de 2022. Tomado del Ministerio de Vivienda.

En la ciudad de Medellín se destacan dos proyectos inmobiliarios. El primero es la renovación urbana en los barrios Naranjal y Arrabal en la comuna 11. Naranjal fue el primer plan parcial de renovación adoptado en el país y el primer proyecto de operación urbana e inmobiliaria en suelo de renovación de iniciativa pública; ha sido una experiencia clave para promover la competitividad y la renovación urbana en el Macroproyecto Río Centro. El segundo proyecto, *Plan parcial de desarrollo en suelo de expansión- Pajarito*, tenía como objetivo promover el crecimiento ordenado, coherente y armónico de ese territorio. A través del Instituto de Vivienda y Hábitat de Medellín, se estructuraron varios proyectos inmobiliarios y se hicieron alianzas para la administración de los recursos destinados a la ejecución de estos. Para garantizar que los recursos se ejecutaran en los proyectos, se suscribieron contratos de Fiduciaria Mercantil de Administración y Pagos Inmobiliarios. En desarrollo de dicha gestión en los años 2006 y 2007, previa constitución de los Contratos de Fiducia Mercantil, se estructuraron los proyectos inmobiliarios para llevar a cabo la construcción de 3,440 soluciones de vivienda.

Otro de los frentes que ha sido transformado por las fiduciarias en las actividades inmobiliarias es el de las fuentes de financiación. El desarrollo de edificaciones es un ejercicio apalancado que hasta hace poco involucraba únicamente al sector bancario como agente financiador. En su mayoría, los proyectos se llevaban a cabo a través del crédito constructor. Sin embargo, el uso o participación de la fiducia ha logrado vincular agentes externos, distintos a los constructores y al sistema bancario, como son los Fondos de Inversión Colectiva y los Fondos de Capital Privado Inmobiliarios (FICI y FCPI) y las Titularizaciones, quienes participan en estos proyectos como inversionistas. De esta manera, de la mano del sector fiduciario se ha dado la profesionalización de la inversión inmobiliaria y la vinculación de nuevos actores de inversión para la financiación de las distintas fases de los proyectos.

Este proceso se ha dado de forma paulatina. La primera participación de los fondos en la actividad inmobiliaria se dio a partir de la adquisición de activos estabilizados o construidos (oficinas, locales comerciales, entre otros) que ya llevaban algún tiempo en el mercado y

representaban un activo de renta fija. Posteriormente, la mayor participación de las fiduciarias en la administración de la actividad inmobiliaria dio paso a que los fondos entraran a participar en el desarrollo de proyectos de vivienda No VIS, un negocio de menor plazo y mayor riesgo, pero que permitía apalancar buenos proyectos y empresas. En la actualidad los fondos y las titularizaciones han permeado la actividad inmobiliaria desde distintos frentes. Por un lado, se han convertido en agentes de financiamiento y desarrollo de vivienda VIS y No VIS, así mismo actúan como agentes activos en la compra de suelos. Es decir, se convertido en agentes activos en las distintas fases de los proyectos, dinamizando la actividad edificadora y creando oportunidades para los constructores y los compradores.

En particular, la titularización inmobiliaria corresponde a un mecanismo de financiamiento que consolida activos financieros para ser transformados en títulos valores con el objetivo de transarlos, tanto a manera de ventas como de adquisiciones, con inversionistas en el mercado. El agente de manejo está estructurado como un patrimonio autónomo de titularización inmobiliaria administrado por la sociedad fiduciaria PEI Asset Management. De esta manera, en el mercado colombiano PEI ofrece esta “alternativa de inversión que permite a los inversionistas participar en un portafolio diversificado de activos comerciales generadores de renta a través de Títulos Participativos que transan en la Bolsa de Valores de Colombia y cuentan con la más alta calificación otorgada por BRC Standard & Poor’s: i-AAA” (PEI, 2022).

Adicionalmente, se resalta la importancia de los FICI y los FCPI como instrumentos promotores de la inversión y el financiamiento del sector inmobiliario y de la construcción en general, vehículos de inversión de los cuales hablamos en la sección anterior. Como mencionamos, estos han contribuido a los proyectos por medio de la estructuración, la gestión y el control. En efecto, los FICI se han encargado de direccionar el ahorro y la inversión, permitiéndole a sus inversionistas tener una mayor exposición al sector inmobiliario, bien sea a través de la compraventa o arrendamiento de vivienda o de la inversión en bodegas, centros comerciales, oficinas u otros activos inmobiliarios. Así mismo, se han convertido en fuentes de financiación de activos inmobiliarios de forma tal que fomentan la renovación del inventario existente en

las ciudades, al igual que la creación de nuevos espacios que atraen inversiones adicionales al país. El crecimiento de estos fondos en los últimos años ha sido significativo. Hace poco más de una década en Colombia operaban tres fondos inmobiliarios que sumaban activos por 400 mil millones de pesos aproximadamente, mientras que hoy en día hay más de 40 fondos que acumulan activos por un valor de 25 billones de pesos. De esos 25 billones, el 21% pertenece a los FICI, que además cuentan con más de 11 mil inversionistas y una rentabilidad media de 4% EA.

En conclusión, tanto actores del sector inmobiliario y de la construcción de infraestructura como sociedades fiduciarias coinciden en la importancia que estas últimas han tenido en el desarrollo del país. Los hitos señalados a lo largo de este capítulo son una muestra de la adecuada valoración que hace el sector de su contribución y responsabilidad con el país. En otras palabras, de la administración transparente y eficiente de los recursos canalizados para las obras de infraestructura e inmobiliarias depende en gran medida el éxito de estas y sus efectos sobre el bienestar de los colombianos.

Capítulo II – Logros



Infraestructura

- El vehículo fiduciario ha permitido la adecuada canalización y administración de recursos que han permitido llevar a cabo con éxito las APP en Colombia, aportando diversos atributos que se fundamentan en la confianza, en la transparencia de la información, en la separación patrimonial de cada proyecto, entre otras, que son la esencia del instrumento.
- De los 30 proyectos 4G hay 4 en pre-construcción¹, 22 en construcción, 1 en normalización y 3 en operación. Además, los 30 proyectos suman hasta el momento una longitud concesionada de 4,353.3 kilómetros con presencia en 19 departamentos, generando conectividad a lo largo del territorio nacional. A su vez, han generado más de 39 mil empleos directos, lo que es positivo para las regiones.
- El programa 4G ha permitido una mayor interconexión del país y una ampliación y mejoramiento en varias vías, lo que ha llevado a un ahorro promedio de 33.6% en los tiempos de recorrido y a una reducción en las emisiones de CO₂ (ganancia de \$15 billones de pesos por reducciones de emisiones).
- La participación de las fiduciarias en las obras civiles de Colombia se ha dado también desde otro tipo de infraestructura como son: las Obras por Impuestos (54 proyectos entregados por un valor de \$320 mil millones de pesos), la construcción del Metro Ligero de la Avenida 80 en la ciudad de Medellín y el financiamiento del Transmilenio por medio del uso de las titularizaciones (ha permitido compra de predios, renovación de troncales y adquisición de flotas).



Inmobiliario

- La participación de las fiduciarias para el desarrollo de vivienda en la modalidad de preventa se puede considerar como uno de los saltos de innovación más importantes que han tenido las actividades inmobiliarias en el país. Tal es así que al corte de enero de 2022, el 77% de los proyectos de vivienda contaban con la participación de las fiduciarias, según datos de Coordinada Urbana - Camacol.
- Su rol de administrador de los recursos ha sido clave para los programas de vivienda. Tal es así que la participación de las fiduciarias ha sido activa en el Programa de vivienda gratuita, Ciudad Salitre en Bogotá y la Ciudadela La Prosperidad en Madrid, Cundinamarca. Por un lado, la primera versión del Programa de Vivienda Gratuita (PVG) entregó cien mil viviendas gratis en 205 municipios, mientras que la segunda tiene planeado subsidiar la vivienda de 30 mil familias. Por su parte, el megaproyecto de La Ciudadela La Prosperidad ha escriturado a la fecha más de 6 mil unidades.

Capítulo III.

Rol de las sociedades fiduciarias en la seguridad social en Colombia

Las problemáticas sociales derivadas de la Revolución Industrial motivaron la lucha por los derechos laborales con el fin de garantizar el aseguramiento, la protección y el bienestar de los trabajadores ante cualquier calamidad que les impidiera prestar su mano de obra y, por ende, generar ingresos para ellos y sus familias. Sin embargo, es hasta 1883 que se formaliza el primer sistema de seguro social por medio del *Seguro de Enfermedad* bajo el planteamiento del Canciller Otto von Bismarck en Alemania. La afiliación a este seguro era obligatoria para todos los trabajadores y su financiación se logró a través de las contribuciones que debían hacer tanto empleados como empresarios. Posteriormente, en 1935 el Congreso de los Estados Unidos aprobó la *Ley de Seguridad Social* con el objetivo de ayudar al sostenimiento de los ancianos, huérfanos, viudas y desempleados que se habían visto afectados financieramente durante la Gran Depresión. Esta fue la primera ley que incluyó el concepto de seguridad social, aunque en su forma más básica dejaba sin cobertura a algunos segmentos de la población como, por ejemplo, a los enfermos o a aquellos en condición de discapacidad. Su financiación también estaba determinada por las contribuciones que empleados y empresarios realizaran, con la salvedad de contar con posibles aportes del gobierno en caso de ser necesarios. No obstante, es en 1942 cuando se logra ampliar este incipiente concepto de seguridad social con base en los planteamientos de William Beveridge en Inglaterra. Bajo esa doctrina, se logró dar cubrimiento a todos los riesgos y contingencias laborales por medio de la creación del Sistema de Nacional de Salud – NHS (por sus siglas en inglés), que era financiado, a diferencia de los dos anteriores, únicamente por el Estado.

Es entonces que, a partir de estos sistemas, comenzaron a desarrollarse los diversos regímenes de seguridad social que nos han amparado desde la segunda mitad del siglo XX a nivel global. En particular, el caso colombiano ha logrado combinar ambas partes de ambos esquemas, en un mecanismo donde los empleados formales y las empresas a las que pertenecen contribuyen al sistema a partir de sus ingresos mensuales, mientras que el gobierno aporta los recursos faltantes para cubrir las necesidades de aquellas personas que por su condición socioeconómica no pueden realizar aportes. Así, la coexistencia de los regímenes contributivo y subsidiado de seguridad social en Colombia, como se conocen actualmente, ha sido un logro de las últimas décadas que, de no haber contado con la participación y el apoyo de las sociedades fiduciarias, no se habría alcanzado de ninguna manera.

En este capítulo, se analizará la contribución de las sociedades fiduciarias en los sistemas de salud y pensiones, teniendo como objetivo principal estudiar los aportes que han realizado para mejorar la calidad de vida de los colombianos a partir de su participación en el Fondo de Solidaridad y Garantía – FOSYGA, antecesor de la actual Administradora de los Recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud ADRES, en el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales – FONPET y como administradoras de fondos voluntarios de pensión (FVP).

1. Sociedades fiduciarias y los recursos en salud

Contexto

Esta subsección se enfocará en estudiar el impacto que las sociedades fiduciarias, como instituciones de servicios financieros, han tenido en la administración de los recursos de salud, así como los beneficios que dejaron para el país en materia técnica y social durante la última década, a la luz de lo vivido en el Consorcio SAYP 2011 (FOSYGA).

Fue a partir del Fondo de Solidaridad y Garantía -FOSYGA-, creado por la Ley 100 de 1993 y adscrito al Ministerio de Salud y Protección Social -Minsalud- que se dio la llegada de las sociedades fiduciarias al sector salud, no solo porque la ley dictaba que este fondo debía ser manejado por encargo fiduciario, sino también porque el instrumento fiduciario permitía una mayor eficiencia en la administración de los recursos, además de lograr una mayor centralización, transparencia y menor riesgo de corrupción. Su objetivo era administrar los recursos que aportaban las personas naturales y jurídicas obligadas por ley, particularmente empleados y empresas, tanto del régimen contributivo como de regímenes especiales y exceptuados, o quienes lo hicieran de manera voluntaria al régimen contributivo en salud. A través de dicho fondo también se administraban las contribuciones que hacía el Estado para garantizar el derecho a la salud de aquellos que no estaban en condiciones de aportar al sistema. De esta manera, la gestión de este fondo permitió contar con los recursos necesarios para atender y salvaguardar las necesidades médicas de los colombianos.

Si bien anteriormente hubo otros consorcios, en el año 2011 entró en funcionamiento el Consorcio SAYP con el que se alcanzarían los mayores hitos en materia de salud pública durante la última década. El consorcio estaba conformado por dos sociedades fiduciarias, cada una con una participación del 90% y 10% respectivamente, quienes se encargaría de la administración y pagos a las Entidades Promotoras de Salud (EPS), Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud (IPS) y proveedores.

En el esquema FOSYGA existían principalmente cuatro actores que gestionaban la administración del Fondo, además del Ministerio de Salud. El primero de los actores contratistas era el administrador fiduciario, que tenía la responsabilidad de administrar los recursos financieros, los sistemas de información y de operar técnicamente los procesos asociados al régimen contributivo y subsidiado. El segundo actor fue una firma especializada contratada por el ministerio como auditor para los temas relacionados con recobros y reclamaciones. En tanto estos dos actores mediaban contratos con el Estado, había un tercer actor que realizaba la interventoría sobre estas relaciones contractuales. Finalmente, el cuarto

actor era un auditor general para verificar las operaciones del Fondo, fuera de las mencionadas para el segundo actor.

Teniendo en cuenta lo anterior, la administración del FOSYGA partía desde la Dirección de Administración de Fondos -DAF- del Minsalud, que acudía a los contratistas mencionados y adelantaba la ordenación del gasto. Entonces, el administrador fiduciario era quien gestionaba los recursos, realizaba las inversiones pertinentes y mantenía las cuentas de ahorros; no obstante, al momento de realizar los giros y pagos a las EPS, IPS y proveedores, estaba sujeto a la ordenación del gasto que realizaba la DAF.

Para llevar a cabo su administración, SAYP 2011 contó principalmente con la gestión de cuatro subcuentas, que serán descritas en torno a su relación con el administrador fiduciario, aunque también había la participación de una quinta en materia de giros de recursos. Las dos administradoras fiduciarias, en el marco del consorcio SAYP 2011, tenían la responsabilidad desde el punto de vista financiero de administrar los ingresos de las subcuentas, principalmente la de Compensación, que era responsable por las cotizaciones del régimen contributivo, de los aportes a los regímenes especiales y exceptuados que tuviesen ingresos adicionales y del aporte solidario que realizaban estos últimos. Adicionalmente, las sociedades fiduciarias debían administrar los rendimientos financieros generados sobre estos ingresos.

A partir de esa labor en materia de gasto, desde la subcuenta de Compensación el consorcio reconocía a las EPS el valor de la UPC¹¹ por cada uno de los afiliados que tenían registro, además de los recursos para financiar las incapacidades por enfermedad general y aquellos asignados

¹¹ Unidad de Pago por Capitación: según el Acuerdo Número 19 de 2010, “la unidad de pago por capitación (UPC) es el valor anual que se reconoce por cada uno de los afiliados al sistema general de seguridad social en salud (SGSSS) para cubrir las prestaciones del Plan Obligatorio de Salud (POS), en los regímenes contributivo y subsidiado. La UPC-Subsidiada, UPC-S, es el valor reconocido para cubrir el POS subsidiado y también es referida como UPC plena o subsidio pleno. Ese valor es definido actualmente por la Comisión de Regulación en Salud-CRES.” (Ministerio de Salud y Protección Social, 2010).

para promoción y prevención. No obstante, con respecto al último punto esta subcuenta no operaba sola, pues trabajaba en coordinación con la de Promoción y Prevención. Por último, cabe resaltar que en la subcuenta de Compensación no solo estaba el recurso que se derivaba de las cotizaciones, sino también se contaba con unos recursos adicionales utilizados generalmente en el marco de programas generales que administraba directamente el Minsalud para temas de salud pública.

Ahora bien, para la población subsidiada se constituyó la subcuenta del régimen subsidiado donde se creó un mecanismo de giro similar al presentado anteriormente para la de Compensación y que acabó con los mecanismos de contratación menos eficientes que hasta ese momento había con las entidades territoriales. Este mecanismo es considerado como una de las grandes contribuciones de la administración SAYP, pues anteriormente no se contaba con un medio que centralizara todas las fuentes de dineros recaudados para financiar el régimen subsidiado. Con la participación de SAYP y su manejo de los recursos, así como su desarrollo técnico, se logró que el pago por los servicios de salud a aseguradores y prestadores fuera más rápido y eficiente.

Adicionalmente, el consorcio y la administración de las sociedades fiduciarias aportaron en la consecución de dineros adicionales para la subcuenta de Seguro de Riesgos Catastróficos y Accidentes de Tránsito -ECAD-, a través de la destinación de recursos vía presupuesto nacional. En concreto, esos recursos correspondían a lo recaudado por concepto del Seguro Obligatorio Contra Accidentes de Tránsito -SOAT- y en un principio únicamente se utilizaron para cubrir los resultados de las reclamaciones por ocasión de accidentes que involucraban a vehículos no identificados, no afiliados al SOAT o vehículos fantasmas. Sin embargo, debido a que la subcuenta siempre se presentó un resultado superavitario, se determinó que los excedentes debían ser reasignados a la subcuenta de Solidaridad para que financiara la ampliación de la cobertura y el acceso al régimen subsidiado que se dio a inicios de la década de 2010.

Resultados

El objetivo principal de los administradores fiduciarios era recaudar los recursos, invertirlos y garantizar su disponibilidad y liquidez para efectos de honrar las obligaciones con las cuatro subcuentas mencionadas anteriormente y, aunque contractualmente no tenían la responsabilidad de operar una quinta subcuenta, Garantías, también ejecutaban sus giros bajo la directriz del Ministerio de Salud. No obstante, existieron otros aportes de las sociedades fiduciarias al sistema de salud que tienen la particularidad de haber sido realizados adicionalmente a los lineamientos contractuales establecidos para la administración del FOSYGA.

Uno de los aportes de los administradores fiduciarios al sistema de salud fue la creación y organización del sistema de información para la liquidación mensual de afiliados. Esta era una tarea de orden misional y técnica que era afín con los principios de las subcuentas de Compensación y de Solidaridad. No obstante, a partir del conocimiento que las sociedades fiduciarias adquirieron sobre el funcionamiento del sistema de salud debido a que fueron las encargadas de su operatividad en el día a día, el Ministerio de Salud pudo establecer los argumentos técnicos con los que se daría el diseño del esquema de compensación y liquidación a las EPS con la UPC. Es de resaltar que la Administradora de los Recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud -ADRES, heredera del FOSYGA, aún utiliza esta metodología.

Sin embargo, en términos de lo que fue su administración, el mayor aporte de las sociedades fiduciarias al FOSYGA y al SGSSS fue la consolidación de la Base de Datos Única de Afiliados -BDUA- que es el insumo más importante para lograr la liquidación de la UPC y donde se recoge la información en salud de todos los colombianos, tanto del régimen contributivo como del subsidiado y también de los regímenes especiales y exceptuados. Por supuesto, las sociedades fiduciarias lograron este insumo atendiendo instrucciones del Minsalud, pero fueron ellas quienes desarrollaron los sistemas de información, las plataformas y los mecanismos de recolección y agrupación de los datos. Adicional a eso, participaron de forma clave en la

capacitación y formación del talento humano necesario para operar los sistemas de información. Sobre esto último, vale resaltar que el personal capacitado en ese entonces continúa hoy en esa tarea, bajo el techo de Ministerio de Salud y de la ADRES. Además, lograron consolidar los sistemas de información para producir los informes presentados a los diferentes actores intervinientes en el Sistema General de Seguridad Social en Salud (SGSSS) como, por ejemplo, al mismo Minsalud, organismos de control como la Procuraduría, la Contraloría y la Superintendencia de Salud, en tanto estas entidades requirieran auditar al manejo de las cuentas en salud.

Ahora bien, es difícil pensar un escenario de contratación pública sin alguna dificultad y ciertamente el consorcio SAYP no fue ajeno a esto. Si bien parte de la liquidación del contrato por parte de la ADRES se dio de manera unilateral respecto de la ejecución de obligaciones de cobros y reclamaciones, es de destacar que los administradores fiduciarios al final del contrato presentaron un cumplimiento de las obligaciones de más de 99%, lo que demuestra que, a pesar de haber tenido algunas dificultades menores, el nivel de cumplimiento fue más que satisfactorio. La liquidación pasaría a ser entonces parte protocolaria de lo que en el año 2017 sería el proceso de constitución y entrada en ejercicio de la ADRES.

Adicionalmente, diferentes indicadores en salud muestran una evolución positiva desde que los administradores fiduciarios han participado dentro del sector. El primero de ellos es la cobertura y afiliación de los ciudadanos al sistema (Gráfico 15). Como se mencionó anteriormente, la eficiente administración de los recursos por parte de las sociedades fiduciarias permitió la generación de excedentes financieros que ayudaron a financiar la ampliación de la cobertura en salud a nivel nacional y la afiliación de casi todos los colombianos al sistema, especialmente de los más vulnerables que son quienes pertenecen al régimen subsidiado. En materia de cobertura, se incrementaron los niveles en 211.6%, pasando de un nivel de 30.2% en 1995 a 94.1% en junio de 2021. Por su parte, el número de afiliados pasó de cerca de 10 millones en 1995 a los casi 50 millones de colombianos que se tenían a mediados de 2021.

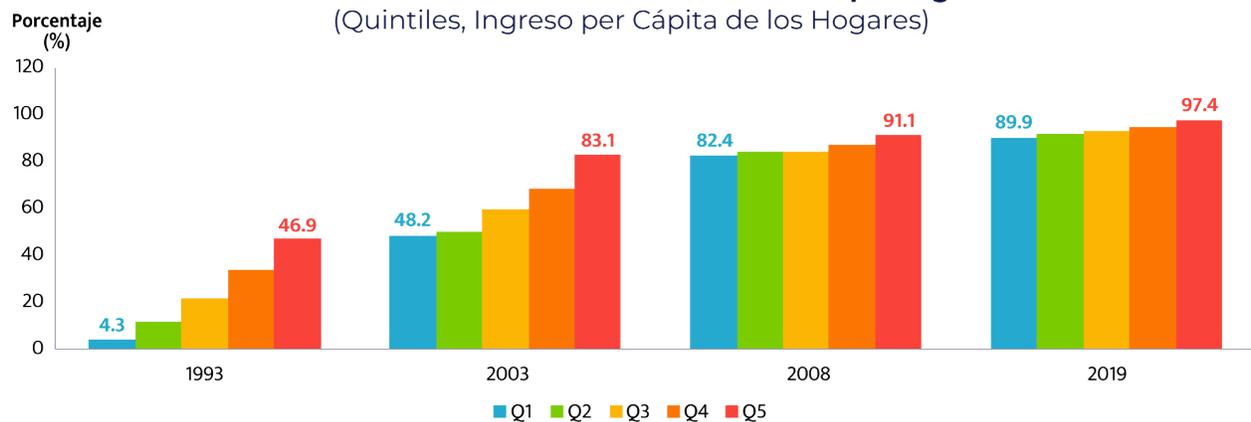
Gráfico 15. Número de Afiliados y Cobertura del Sistema de Salud en Colombia



Nota: Las Entidades Adaptadas al Sistema (EAS) son las cajas y otras entidades de seguridad social. Los datos de población corresponden a las proyecciones del Censo de 2018. No se incluye a la población de los regímenes especiales y de excepción.
Fuente: cálculos de ANIF con base en MSPS (2019) & Bodega de datos SISPRO (2021).

De igual manera, el resultado de la cobertura es aún más notable cuando se analiza por el nivel de ingreso de los hogares. En el Gráfico 16, es posible observar que en 1993 los hogares de los dos quintiles inferiores no superaban el 10% en cobertura e incluso en el quintil más alto no llegaba a niveles de 50%. No obstante, como resultado de las correctas políticas en salud implementadas durante el siglo XXI en donde han participado las sociedades fiduciarias, puede afirmarse que la cobertura para los hogares de todos los quintiles de ingreso se encuentra por encima del 90%.

Gráfico 16. Cobertura del Sistema de Salud por Ingreso
(Quintiles, Ingreso per Cápita de los Hogares)



Fuente: cálculos de ANIF con base en Encuesta Nacional de Calidad de Vida (ECV) - DANE.

Si bien no es posible afirmar que la evolución de los resultados presentados tenga una relación causal con la administración de las sociedades fiduciarias, es innegable que su participación en la gestión de los recursos en salud ha tenido un efecto y una relación más que positiva y esto obedece a la confianza, transparencia y profesionalismo que caracteriza a estas entidades. En otras palabras, la consecución y administración de los excedentes de las subcuentas por parte del consorcio, en especial la ECAT, fue determinante para tener los recursos suficientes para emprender el esfuerzo de ampliar la cobertura del régimen subsidiado, así como su acceso a más servicios de salud por medio de la unificación del Plan Obligatorio en Salud (POS) de ambos regímenes en el año 2012.

En resumen, los siguientes seis puntos condensan los aportes de las sociedades fiduciarias al sector salud cuando tuvieron la oportunidad de participar en el FOSYGA hasta que esta figura se terminó en el año 2017:

1. **Administrar apropiadamente los recursos** y generar liquidez para realizar los pagos.
2. Además de la administración de las subcuentas, el **eficiente manejo financiero** de los recursos permitió recaudar e invertir excedentes en políticas como el Plan de Beneficios en Salud -PBS- y faltantes en recobros y reclamaciones.
3. **Desarrollo técnico.** No solo fue el fideicomiso, sino también el desarrollo de los insumos técnicos para garantizar el flujo de los recursos. La liquidación mensual, el mecanismo de giro en el régimen subsidiado para hacer el giro directo y la compensación a las EPS con base en el número de afiliados. Lo anterior, constituyen insumos para el sistema actual de pagos, el cual está cimentado en estas bases. Sin esto, habría sido imposible la creación de la ADRES en 2017 y tener el sistema que tenemos hoy en día. El esquema de administración de recursos desarrollado por las fiduciarias fue vital para asegurar el flujo de los recursos en el aseguramiento y, a su vez, para tener una adecuada gestión

del riesgo en salud y del riesgo financiero, pues en el sistema que tenemos hoy día no se puede concebir al uno sin lo otro.

4. **La información.** La BDUA, como se conoce en nuestros días, es el registro administrativo más completo y robusto que tiene el Estado colombiano. Ahí se encuentra la información de todos los colombianos y sus historias clínicas que son empleadas en el SGSSS para atender las necesidades de los ciudadanos. Tan robusto es el sistema de información que, cuando se terminó de levantar el Censo Nacional de Población y Vivienda de 2018, el Departamento Administrativo Nacional de Estadística revisó y corrigió las inconsistencias de sus bases de datos comparando la información que estaba contenida en la BDUA.
5. **Evaluación y monitoreo.** El esquema permitió tener un monitoreo y un seguimiento claro a las finanzas del sector a través de informes periódicos al Minsalud y a entes de control que, sin lugar a duda, fortaleció la transparencia del sistema.
6. Las fiduciarias jugaron un papel importante en la **formación de talento humano** especializado para el sector salud porque lo realizado a través del consorcio SAYP fue específico para la materia. Únicamente, los trabajadores de esa administración conocieron el detalle de lo que allí se construyó y ciertamente esto contribuyó al éxito de lo que actualmente es la ADRES, pues la entidad no habría podido ser concebida sin la colaboración de estos expertos.

Por último, en materia coyuntural, vale la pena destacar el aporte que han realizado las sociedades fiduciarias a través del Fondo Nacional de Gestión del Riesgo de Desastres (FNGRD) para atender la emergencia sanitaria que ha tenido lugar desde marzo de 2020 en el país. El FNGRD, por medio de la fiduciaria que lo gestiona, ha administrado las subcuentas relacionadas con la atención de emergencias asociadas a la COVID-19, por un valor aproximado de \$5.9 billones a octubre de 2021. Con estos recursos fue posible adquirir 77 millones de dosis de vacunas y equipos médicos como, por ejemplo, 3,000 ventiladores, 7,389 cánulas, 6,500 bombas, 2,011 camas y camillas, y 7,389 monitores.

2. Sociedades fiduciarias y las pensiones

Contexto

Otro aspecto de suma importancia dentro de la seguridad social son las pensiones, pues permiten el aseguramiento de la vejez digna y de la protección de los trabajadores y sus familias ante una eventualidad que genere como consecuencia una condición de discapacidad permanente. Para lograr una pensión en Colombia, las personas deben realizar un aporte mensual para constituir el ahorro que les será entregado periódicamente durante su retiro y se debe tener en cuenta que todos los trabajadores formales y sus empresas están obligados a realizar esta cotización por ley.

En el caso de las entidades territoriales, antes de la Ley 100 de 1993 había un reconocimiento y pago de los aportes pensionales de sus servidores públicos de manera directa o a través de las cajas o entidades de previsión social. No obstante, los altos costos que implicaban estos regímenes y la escasa información de las historias laborales hicieron insostenible este mecanismo de pagos. Con la entrada en vigor de la mencionada ley en 1993, el Gobierno Nacional pudo autorizar la creación fondos territoriales pensionales a través del Decreto 1296 de 1994 para atender las necesidades pensionales de los funcionarios. Sin embargo, la falta de recursos hizo insostenible este nuevo sistema. Es entonces cuando, bajo la Ley 549 de 1999, se crea el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales -FONPET-, un fondo sin personería jurídica, administrado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público -Minhacienda- y cuyos recursos se gestionarían a través de patrimonios autónomos constituidos en sociedades fiduciarias y de compañías de seguros de vida y de fondos de pensiones y cesantías (Art. 7, Ley 549 de 1999). Cabe resaltar, además, que las compañías seleccionadas para tal fin serían escogidas por medio de un proceso de licitación pública, adelantado conforme a lo previsto por la Ley 80 de 1993.

La línea de tiempo normativa del FONPET también incluye a la Ley 1450 de 2011 en la que se establecen las comisiones que deberán ser pagadas; la Resolución 2724 de 2012 donde se determina la rentabilidad mínima; la Ley 1753 de 2015, donde se especifican los gastos administrativos; el Decreto Único Reglamentario 1068 de 2015 y el Decreto 1913 de 2018 que definen el régimen de inversión, el gobierno corporativo y la comisión con reserva, además de fijar el mandato a nivel de gobierno no solo para el FONPET, sino también para todos los fondos públicos de pensiones a nivel nacional.

El FONPET representa actualmente una valiosa experiencia en el país que ha permitido mejorar los resultados en materia de reservas pensionales territoriales y la actualización de cálculos actuariales, además de aportar en la atención de las obligaciones pensionales de los sectores de propósito general, educación y salud.

Resultados

Actualmente, el FONPET ha gestionado un patrimonio de aportes valorizados equivalente a \$49.4 billones de pesos que es administrado por 4 consorcios y una unión temporal que involucran a nueve sociedades fiduciarias y a una administradora de fondos de pensiones. Sin embargo, en la ruta para haber logrado administrar este capital, el fondo trazó una ruta evolutiva de gran relevancia histórica para el país que será presentada a continuación.

- **2000-2006**

Con su entrada en vigor a partir de la Ley 549 de 1999, se organizó la Licitación Pública No. 05 de 2001 que entregó la primera administración del FONPET. Las principales fuentes que garantizaron su financiamiento fueron las fuentes primarias o aportes de las entidades territoriales, la fuente secundaria general o aportes de la Nación y una fuente constitucional que reúne aportes realizados desde el Sistema General de Participaciones -SGP- y el Sistema General de Regalías -SGR-. No obstante, como se verá más adelante, entrará una cuarta fuente con lo que se completa el esquema de financiamiento que se tiene actualmente. Por último, es

importante mencionar que entre los años 2005 y 2006 se autorizó la prórroga de los contratos hasta el 20 de junio de 2006, donde se alcanzó a administrar un valor inicial de \$1.1 billones por medio de 3 fiduciarias y 1 administradora de fondos de pensiones y cesantías.

- **2006-2012**

En el año 2006, por medio de la Licitación Pública No. 001 se adjudicó la siguiente administración del fondo. Para ese periodo, resulta interesante que las sociedades fiduciarias presentaron dos maneras de gestionar sus portafolios: por un lado, podían unirse conformando la figura del consorcio o también, podían trabajar a través de uniones temporales y sin importar cual fuera el tipo de unión, estas sociedades podían definir el principal responsable de la gestión del portafolio. Sin embargo, el gran punto a resaltar en este periodo es el incremento en un 645.5% de los recursos administrados respecto del ciclo anterior, pues se alcanzó a gestionar un valor de \$8.2 billones que estaban bajo la responsabilidad de 13 sociedades fiduciarias y 2 administradoras de fondos de pensiones y cesantías.

- **2012-2022**

Por medio de la Licitación Pública No. 006 de 2012 se dio paso a la administración que actualmente tiene el fondo, con una prórroga de contratos autorizada en el año 2018 y con término al 2022, que inició con una gestión de \$36.4 billones y actualmente cuenta con recursos de aportes valorizados por el orden de \$49.4 billones. Eso quiere decir que en 20 años el FONPET ha logrado incrementar sus recursos administrados en un 4,390.9%, lo que refleja la confianza que ha depositado el Estado en las sociedades fiduciarias para lograr, por un lado, reducir el pasivo pensional de las entidades territoriales y por el otro, evitar que vuelva a presentarse el deterioro financiero de los ahorros pensionales territoriales visto antes de 1999. Además, para ayudar a continuar con la cobertura efectiva del pasivo pensional, por medio del Decreto 1913 de 2018 se autorizó a las administradoras fiduciarias para que conformaran, elaboraran y estructuraran un portafolio que pudiera generar rendimientos financieros, dentro de su estrategia de gestión. De esta manera, se lograría dar un apoyo adicional a las tres

fuentes originales mencionadas anteriormente, resultado de las especialidades de las sociedades fiduciarias.

No obstante, luego de haber observado las cifras de la evolución que han presentado los recursos gestionados a través de las sociedades fiduciarias, la pregunta inmediata que puede hacerse el lector es cuáles han sido los factores que han llevado al crecimiento de los montos administrados en tal magnitud. Para dar respuesta a lo anterior, en un primer momento vale la pena recordar que las entidades administradoras se agruparon para conformar una unidad de gestión que se encargó de hacer el recaudo a nivel nacional, por medio de entidades financieras que tenían amplia cobertura en todo el país. Posteriormente, desde el Minhacienda se dio atención a las solicitudes de las entidades territoriales y se utilizaron los canales que tenía cada una de estas administradoras para hacer el respectivo giro de aquellos recursos a los que tenían derecho, tanto por ley como por el caso de los excedentes, bonos pensionales y cuotas partes. Estos canales son ACH y giros directos. Además, este fondo tiene que ser administrado por patrimonios autónomos y las fiduciarias son las expertas y especialistas en Colombia en el manejo de estos patrimonios. Por esta razón, su participación y gestión ha sido totalmente activa en la administración de estos recursos que tienen una alta importancia para los gobiernos nacional y territoriales, principales beneficiarios de la gestión del FONPET. Es entonces cuando debe resaltarse la labor de la inclusión de la cuarta fuente de financiación, pues los excedentes financieros no solo han complementado los recursos de las tres fuentes originales para cubrir el pasivo pensional, sino también han generado recursos adicionales para garantizar el sostenimiento del fondo y la generación de ingresos adicionales para otras inversiones en las regiones.

Otro resultado que confirma el buen desempeño financiero y crecimiento del fondo es la rentabilidad de la gestión por parte de las administradoras fiduciarias. Desde el año 2012 a la fecha, el FONPET ha presentado una rentabilidad que, a pesar de las fluctuaciones económicas, ronda el 6% acumulado, y aún más importante, la rentabilidad desde 2002 acumulada se

encuentra entre el 8.5% y el 9% tasa real, luego de hacer el ejercicio de deflactar por la inflación.

Adicionalmente, uno de los resultados más importantes en materia territorial ha sido la cobertura del pasivo pensional que se ha logrado por medio de la administración de las sociedades fiduciarias del fondo. De acuerdo con el Cuadro 3, a enero de 2022 se tiene cubierto por medio del FONPET el 61.8% del pasivo pensional a nivel nacional. Sin embargo, al realizar un análisis más detallado a nivel de entidades territoriales, el resultado es sobresaliente con respecto a varios de los departamentos de las regiones más apartadas con respecto al centro administrativo del país. Es importante mencionar, además, que en el FONPET participan todas las entidades territoriales del país, es decir, todos los departamentos, distritos y municipios.

Cuadro 3. Cubrimiento FONPET
(Billones de pesos)

Departamentos	Aportes Valorizados	Cubrimiento del Pasivo Pensional
Vaupés	0.1	192.1%
Guaviare	0.2	186.5%
Guainía	0.2	146.9%
Vichada	0.2	145.5%
Casanare	0.5	133.7%
Arauca	0.3	123.8%
Putumayo	0.5	110.3%
La Guajira	0.6	107.6%
Cesar	0.5	106.9%
Archipiélago de San Andrés, Providencia y Santa Catalina	0.4	106.5%
Meta	1.2	104.1%
Caquetá	0.7	102.7%
Chocó	0.6	98.5%
Amazonas	0.4	92.3%
Sucre	0.7	85.8%
Quindío	0.7	80.5%
Cundinamarca	4.8	78.7%
Magdalena	1.2	77.6%
Huila	1.4	76.0%
Cauca	1.3	75.6%
Bolívar	1.8	75.2%
Norte de Santander	1.4	69.1%
Risaralda	0.9	68.5%
Córdoba	1.4	68.4%
Antioquia	8.3	67.1%
Tolima	1.6	63.1%
Nariño	1.8	62.9%
Todos	49.4	61.8%
Atlántico	1.6	58.8%
Boyacá	1.7	56.9%
Caldas	1.2	47.4%
Santander	2.6	47.0%
Valle del Cauca	4.4	41.8%
Bogotá D.C.	4.7	39.0%

Fuente: cálculos de ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Superando el 125% de la cobertura del pasivo pensional, encontramos a los departamentos del Vichada con 192.1% de cobertura, Guaviare con 186.5%, Guainía con 146.9%, Vichada con 145.5% y Casanare con 133.7%. Además, otros departamentos con la misma condición están muy cerca del umbral mencionado como, por ejemplo, Arauca con 123.8% y Putumayo con 110.3%, La Guajira con 107.6%, Cesar con 106.9%, Archipiélago de San Andrés, Providencia y Santa Catalina con 106.5%, Meta con 104.1%, Caquetá con 102.7%, Chocó con 98.5% y Amazonas con 92.3%. Estos resultados son de gran valor para las regiones y el país en general, pues evidencia el compromiso y apoyo que ha dado la administración fiduciaria del FONPET particularmente a las regiones más vulnerables del país, además de permitirles, a quienes tienen excedentes, poder realizar inversiones en materia social.

La gestión de las sociedades fiduciarias ha sido verdaderamente positiva y responsable, enmarcada en la normatividad de la gestión de patrimonios autónomos de la Superintendencia Financiera y de la tranquilidad y seguridad que transmiten al país la administración de los recursos de profesionales expertos en el manejo de portafolios. Ciertamente, el valor agregado de esta gestión ha sido el constituir portafolios que generan una rentabilidad mayor al ahorro a tasa fija, amparados por la Ley Financiera instituida en el año 2006 que profesionalizó y reguló con mayor dureza la formación y selección de los profesionales de las sociedades fiduciarias, donde se tiene un Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) que obliga a todos los gestores a tener a una experiencia y perfilamiento que dé tranquilidad para el manejo de portafolios bajo estándares nacionales e internacionales.

Fondos Voluntarios de Pensión

Hasta este punto se ha presentado el aporte de la administración de las sociedades fiduciarias para atender el pasivo pensional en el país. Sin embargo, existe un mecanismo de ahorro donde también participan de la administración las sociedades fiduciarias que fortalecen los recursos

de los colombianos, particularmente para su etapa de retiro laboral: los Fondos Voluntarios de Pensiones (FVP). La función principal de los FVP es complementar los aportes realizados durante la etapa laboral para obtener un mayor ingreso en el retiro, aunque también permiten consolidar ahorros para satisfacer cualquier otra necesidad del aportante durante esta etapa de su vida.

La particularidad de estos FVP es que los aportes que se realizan se depositan en una Cuenta de Ahorro Individual (CAI), en la cual el afiliado realiza unos aportes cuyo monto y periodicidad se establecen a partir de la manera en la cual el afiliado define cómo quiere recibir los recursos invertidos y sus rendimientos al finalizar su etapa laboral. Además, las inversiones realizadas por las administradoras de los FVP con los recursos depositados por los afiliados tienen en cuenta el perfil de riesgo del cliente o inversionista, aspecto fundamental para su seguridad y tranquilidad. A diciembre de 2021, el país contó con la participación de 831,035 afiliados a los FVP, por un total aproximado de \$4.13 billones. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2022).

El propósito de los FVP radica en la promoción del ahorro y de la inversión para la vejez. Los FVP, en conjunto con los FIC, son los productos idóneos para cumplir con este propósito. Ambos productos, administrados por las sociedades fiduciarias, han permitido un mayor desarrollo del mercado de capitales y, a la vez, generar impactos económicos y sociales positivos, como se ha podido observar a lo largo de este capítulo. Más adelante, se desarrollará una profundización sobre estos vehículos financieros, con la salvedad que tendrá una visión más técnica y detallada en materia financiera.

Capítulo III - Logros



Salud

- Las sociedades fiduciarias aportaron para que a 2021 la cobertura en salud de la población sea de 94.1%.
- La cobertura por nivel de ingreso solo difiere 7.5 puntos porcentuales entre los quintiles de menor y mayor ingreso (89.9% y 97.4%, respectivamente).
- Las sociedades fiduciarias aportaron en la construcción y consolidación de la BDUA, la base de datos más robusta con la que cuenta el Estado colombiano.
- Durante la emergencia sanitaria, las sociedades fiduciarias a través del FNGRD administraron cerca de \$5.9 billones que permitieron la adquisición de:
 - 77 millones de dosis de vacunas.
 - 3,000 ventiladores.
 - 7,389 cánulas.
 - 6,500 bombas.
 - 2,011 camillas.
 - 7,389 monitores.



Pensiones

- A enero de 2022, las sociedades fiduciarias han administrado un total de aportes valorizados por valor de \$49.9 billones.
- La rentabilidad de esta administración ronda el 6% desde 2012 y entre el 8.5% y 9% desde 2002 a la fecha.
- Con esta administración de recursos se ha garantizado la cobertura del 61.8% del pasivo pensional, recursos que no tendrá que aportar el Gobierno a través del Presupuesto General de la Nación.
- A diciembre de 2021, el número de afiliados a los FVP alcanzó los 831,035, por un total de \$4.13 billones administrados.

Capítulo IV.

El rol de las sociedades fiduciarias en el mercado de capitales colombiano

En esta sección, se presenta la contribución de las sociedades fiduciarias al desarrollo y profundización del mercado de capitales en Colombia. En particular, se estudia su participación en el mayor acceso de la población a este mercado a través de la inversión colectiva y de la proyección de confianza hacia los inversionistas.

1. Importancia de los mercados de capitales para los países.

El mercado de capitales representa aquel conjunto de actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y todas las demás relacionadas con el manejo, inversión y aprovechamiento de los recursos captados del público, organizadas a través de los canales bancario (intermediado) y de valores (desintermediado). Como resultado, en los mercados se ofrecen productos y servicios que posibilitan el ahorro de corto y largo plazo, y el financiamiento de inversiones y consumo, tanto para las firmas como para los consumidores. Además, se habilitan canales de transferencia de riesgos entre los diferentes agentes de la economía. Por ese motivo, un buen funcionamiento de los mercados financieros también resulta en una buena calidad de vida de los habitantes de un país.

Así mismo, las mejoras tanto en los vehículos de ahorro como en los instrumentos de transferencia del riesgo, junto con un incremento en la participación de los ciudadanos en un mercado de capitales eficiente y profundo, generan prosperidad, mejoran los estándares de

vida y permiten que otras importantes actividades sociales – como la salud y la educación – se puedan financiar de forma justa y eficiente (Misión del Mercado de Capitales, 2019).

En línea con lo anterior, Miranda (2018) menciona que gran parte del crecimiento económico de un país depende de la adecuada asignación de recursos de la economía, como lo son el trabajo y el capital. Por tanto, para el cumplimiento de esta tarea, los mercados de capitales han permitido a las firmas obtener financiamiento para fines productivos, a la vez que proveen a los inversionistas oportunidades de portafolios diversificados. Así mismo, acorde con el Banco Mundial (2020) el buen desarrollo del mercado de capitales, al dirigir el crecimiento económico, tiene impactos positivos en la generación de empleo. En específico, los mercados de capitales movilizan los ahorros adicionales en la economía, poniendo así más capital disponible para las compañías, lo cual resulta en una mayor creación de puestos de trabajo e incluso facilita el aumento de los salarios reales. Además, los mercados de capitales son cruciales para los gobiernos en el financiamiento del déficit fiscal, incluyendo los gastos por servicios sociales y programas de creación de empleo. Lo anterior, resulta en una mayor profundidad del mercado de bonos gubernamentales que permite una reducción importante en los costos de financiamiento.

De forma similar, de acuerdo con la evidencia existente, el mercado de capitales permite contar con mayores niveles de productividad como resultado de una asignación eficiente de recursos, por medio de la mejor información, los mecanismos de control de buen gobierno corporativo y la provisión de capital a proyectos innovadores.

Desde una perspectiva micro, el buen desarrollo del mercado de capitales constituye una fuente importante de financiamiento para las empresas. Por una parte, provee alternativas atractivas para que las compañías que ya tienen acceso al financiamiento bancario puedan contar con mayores volúmenes de financiación, mejores términos, mayores plazos y diversificación que permiten la reducción de los costos totales de financiamiento. Por otra parte, los mercados de capitales (principalmente por medio del mercado de valores) también

pueden ayudar a financiar negocios con perfiles más riesgosos que normalmente no serían financiados por el sector bancario. En este sentido, resulta evidente el aporte que representa el desarrollo del mercado de capitales para la innovación.

Además, desde el punto de vista de los inversionistas, el mercado de capitales ofrece amplias oportunidades de inversión que resultan más atractivas en términos de retornos que los depósitos de los bancos, aunque incorporan un mayor riesgo. Sin embargo, entre mayor sea la oferta de instrumentos existente en el mercado, será más sencillo proveer a los inversionistas con portafolios diversificados, lo que contribuye a una mejor de los riesgos asociados a la administración de portafolios. Lo anterior es de gran importancia para inversiones que requieren contar con una alta seguridad sobre su pago futuro, como lo es el caso de los fondos de pensiones. Así mismo, un mayor desarrollo del mercado de capitales permite herramientas adicionales para el manejo del riesgo por medio de los mercados de derivados, por ejemplo.

Por otro lado, los mercados de capitales bien regulados y supervisados mejoran la estabilidad financiera de los países, por medio del acceso al financiamiento de largo plazo en moneda local que ayuda a las compañías, los gobiernos y los inversores a afrontar la inflación, los riesgos cambiarios y los descalces en los plazos. Esto, de acuerdo con el Banco Mundial (2020), cobra especial importancia en los países de ingreso medio o bajo, ya que gran parte de las crisis ocurridas en estos lugares han surgido de una combinación de grandes desajustes en los tipos de cambio, pocas reservas extranjeras y pasivos de deuda a corto plazo. Además, existe evidencia empírica que indica que los mercados de valores pueden reducir el apalancamiento corporativo y frenar los riesgos de insolvencia, así como los mercados de bonos pueden funcionar como un salvavidas en periodos de problemas bancarios.

Por otro lado, debido a que las crisis financieras golpean con mayor fuerza a los más pobres, el desarrollo de estrategias para su mitigación es de enorme importancia. En específico, desde una perspectiva histórica, hasta la década de los 80, los gobiernos de las economías emergentes fueron financiados principalmente por la banca extranjera. Aquellas 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. No obstante, después de la crisis de la deuda externa que afectó a varios países (donde Colombia fue una excepción dentro de la región por no haber incumplido ni reestructurado su deuda externa), estos fueron paulatinamente sustituyendo la deuda bancaria por instrumentos del mercado de capitales.

A principios de los años 90, los instrumentos de deuda estaban emitidos en su mayoría en los mercados externos y denominados en moneda extranjera, lo que denotaba la incapacidad de los países emergentes de obtener financiación en los mercados externos en su propia moneda. Como consecuencia, las necesidades de financiación se hicieron crecientes y se combinaron con el aumento del déficit fiscal a finales de la década de los 90. Por tanto, se volvió necesaria la creación de un mercado de deuda pública interna que le permitiera al gobierno financiarse. En esta tarea Colombia contó con relativo éxito en comparación con las demás economías de la región. Al tener esto presente, resulta evidente que el surgimiento de un mercado de deuda pública interno (como primer pilar hacia un mayor desarrollo de un mercado de capitales colombiano) no solo siguió razones de crecimiento económico y calidad de vida, sino que también atendió cuestiones relacionadas con la sostenibilidad fiscal (Manguashca, 2016).

Por los motivos anteriormente expuestos, durante los últimos veinte años, el mercado de capitales en el país ha presentado avances importantes tanto a nivel regulatorio como de habilitación de nuevos instrumentos de ahorro e inversión. Dentro de estos avances se destaca la Ley 964 de 2005, la cual introdujo importantes cambios institucionales (como la creación del Autorregulador del Mercado de Valores) y sentó las bases para el desarrollo de algunos mercados (como el de derivados). También cabe destacar el dinamismo reciente de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) a nivel local, donde el Decreto 1242 de 2013 introdujo una actualización de su marco normativo que permitió la mejora de su eficiencia en materia de acceso, administración y supervisión (ANIF, 2016).

2. Breve diagnóstico del mercado de capitales colombiano

De acuerdo con el informe de recomendación de la Misión del Mercado de Capitales (2019), en Colombia se presenta una serie importante de oportunidades de mejora para lograr una mayor profundidad, eficiencia y liquidez, acorde con los puntos que se enuncian a continuación: en primer lugar, se debe incrementar la competitividad en el mercado, ya que existe una gran concentración tanto en actores como en actividades; en segundo lugar, el mercado cuenta con un marco regulatorio que genera duplicidades, inconsistencias y problemas de incentivos; por último, resulta notoria la ausencia de una política de promoción del mercado de capitales local.

No obstante, haciendo el seguimiento a varias de las recomendaciones de la misión convocada por el gobierno nacional y en pro de conseguir un mercado profundo, eficiente y líquido, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público elaboró en el año 2020 el documento de política pública para el mayor desarrollo del sistema financiero, el cual aún requiere la expedición del proyecto de ley que fue radicado en el Congreso y denominado como “Ley del sistema de pagos y del mercado de capitales”.

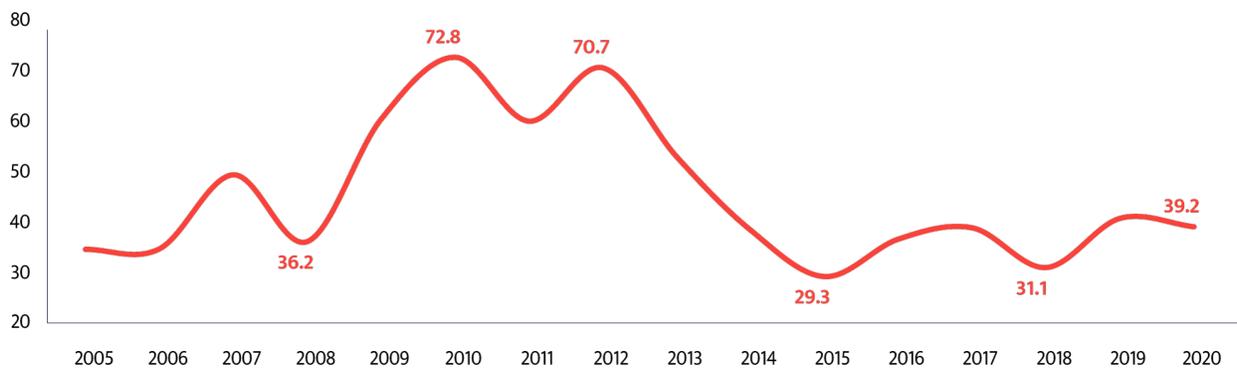
A continuación, se realizará un breve análisis del mercado de renta variable, del mercado de renta fija corporativa y del mercado de renta fija pública. Este análisis evidencia que el mercado de capitales local es aún poco profundo y cuenta con escasa liquidez, por lo que es de gran importancia propender por su crecimiento y consolidación, para así conseguir todos los beneficios que implica el buen desarrollo de un mercado de capitales local.

La renta variable

A partir de los avances regulatorios mencionados previamente, el mercado accionario presentó un excelente comportamiento en el periodo comprendido entre los años 2006 y 2012. Como se puede observar en el Gráfico 17, la capitalización bursátil de las compañías colombianas en

bolsa superó incluso el 70% del PIB en estos años. Ese destacado desempeño es explicado principalmente por la semi-separación de los mercados bursátiles emergentes frente a los de los países desarrollados, por la obtención del grado de inversión en ese periodo de tiempo y por los movimientos logrados en la perspectiva de las calificadoras S&P y Fitch sobre la economía colombiana de “neutral” a “positivo” (ANIF, 2016).

Gráfico 17. Capitalización bursátil de las compañías domésticas en bolsa
(2005-2020, % PIB)

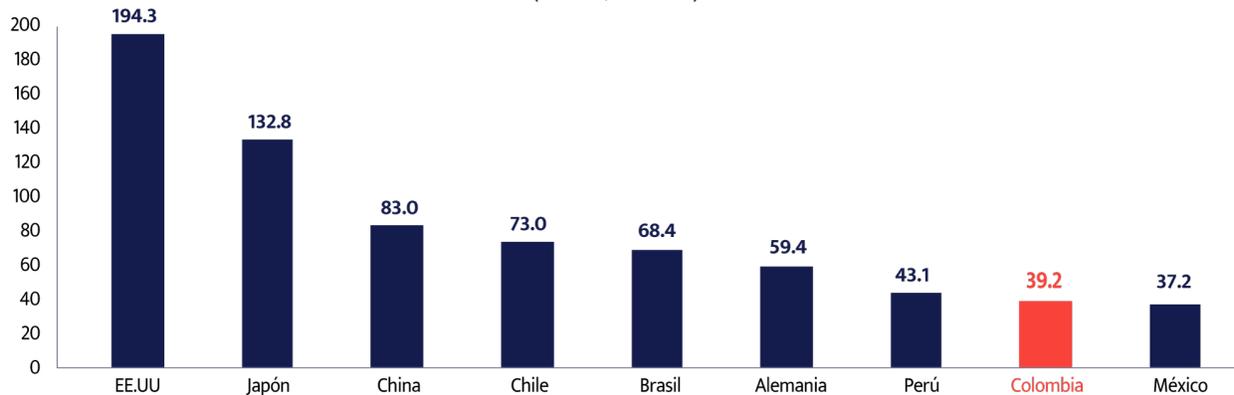


Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

Sin embargo, como consecuencia de los malos resultados de las firmas minero-energéticas locales por el desplome de los precios del petróleo y del carbón durante la crisis de los *commodities* a mediados de la década del 2010, se presentó una contracción sustancial de la capitalización bursátil que aún no ha logrado una recuperación significativa. Junto a ese final anticipado del auge minero-energético, tanto en precios como en volúmenes, reflejo de las debilidades estructurales de la economía colombiana, estuvieron presentes la pérdida de la competitividad agrícola e industrial y la elevada concentración exportadora en *commodities* (ANIF, 2016). Posteriormente, por la alta incertidumbre durante el 2020 ocasionada por la crisis económica global derivada de la pandemia por el Covid-19, el país perdió el grado de inversión, como consecuencia de un alto déficit fiscal, un nivel de deuda pública elevado y una baja confianza en la capacidad del gobierno para colocar la deuda en una trayectoria descendente

en los próximos años. Todos estos factores han incidido negativamente en los niveles de capitalización bursátil de Colombia. Como se observa en el Gráfico 18, la capitalización bursátil como porcentaje del PIB en Colombia es menor frente a la de referentes regionales como Chile, Brasil y Perú, aunque es marginalmente superior a la de México.

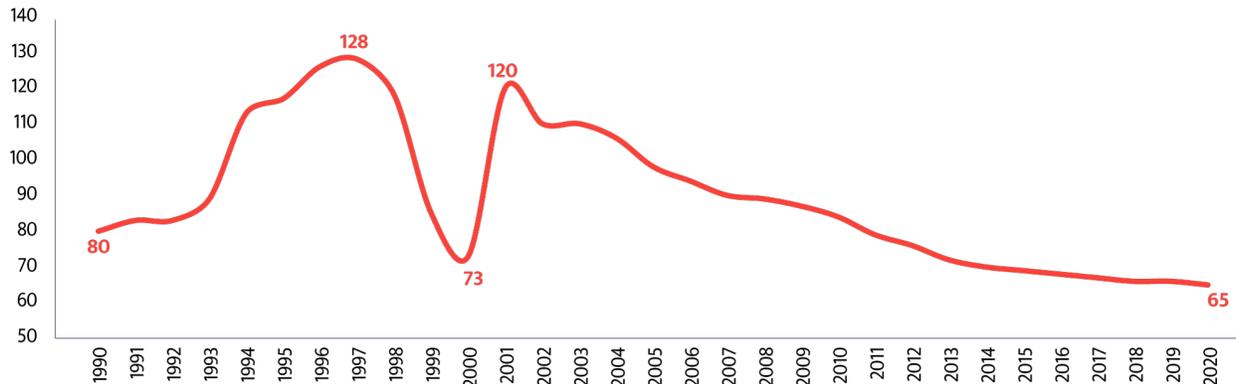
Gráfico 18. Capitalización bursátil de las compañías domésticas en bolsa
(2020, % PIB)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

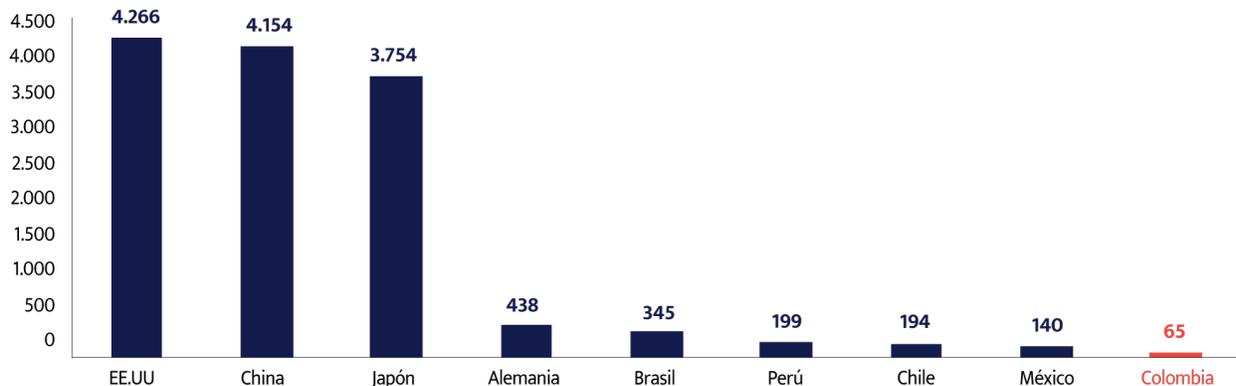
Por otra parte, contrario al crecimiento esperado del mercado accionario a tono con el crecimiento económico que ha tenido Colombia en lo corrido del siglo XXI, en el Gráfico 19 es posible observar un decrecimiento constante del número de compañías nacionales que cotizan en bolsa. Los empresarios no están encontrando todo lo que necesitan en el mercado de renta variable colombiano, lo que hace que sea muy poco líquido, que cuente con una baja profundidad y con un número reducido de inversionistas. Esto también desincentiva los lanzamientos de compañías grandes para buscar nuevos socios. Aunque es un fenómeno que parece estar presentándose también en los demás países de la región, resulta evidente en el Gráfico 20 que Colombia se encuentra con un número de emisores considerablemente bajo en comparación con otros países como México, Chile, Perú o Brasil.

Gráfico 19. Compañías domésticas en bolsa



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

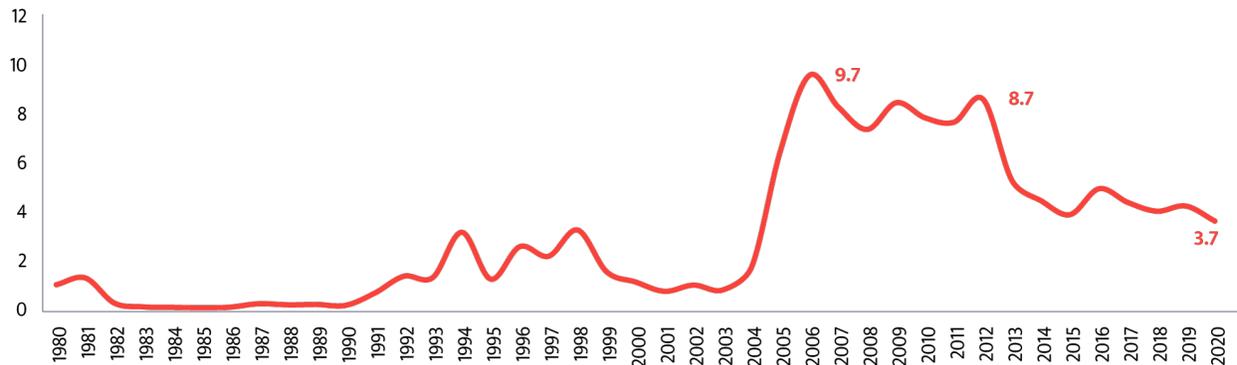
Gráfico 20. Compañías domésticas en bolsa (2020)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

Adicionalmente, el total de acciones negociadas en bolsa como porcentaje del PIB ha mostrado un comportamiento similar al de la capitalización bursátil. Tuvo un momento de auge desde mediados de la primera década del presente siglo, seguido de una fuerte caída desde el año 2013 que no ha logrado recuperarse aún. De igual forma, para el año 2020 Colombia cuenta con una baja negociación de acciones al compararse con referentes regionales como Brasil, Chile y México, aunque se encuentra mejor posicionada que Perú y Argentina.

Gráfico 21. Evolución de la negociación de acciones como porcentaje del PIB en Colombia



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

La renta fija corporativa

Similar a la renta variable, el mercado de renta fija corporativa también presentó una fase ascendente en el periodo comprendido entre los años 2006 y 2012. Específicamente, el stock de bonos corporativos pasó de representar el 4.2% del PIB en el 2006 a ser el 74% en 2012 (ANIF, 2016). Adicionalmente, durante la crisis financiera global de finales de la primera década del siglo, la salida de las entidades financieras europeas y norteamericanas de la región, como consecuencia de las necesidades de recursos para enfrentar las crisis en sus países de origen, generó oportunidades de inversión para que grupos económicos nacionales llevaran a cabo una importante expansión internacional. Así mismo, la combinación de una oferta más restringida de recursos en el mercado bancario, con una abundante liquidez en los mercados globales, impulsó que un número importante de emisores usaran el mercado de deuda privada como fuente alternativa de financiación entre 2009 y 2010 (Asobancaria, 2019).

No obstante, posterior a este periodo de auge se ha presentado un estancamiento con niveles lejanos a los de México, Brasil y Chile, explicado en parte por una preferencia del sector financiero para financiarse con CDT (el cual es realmente un instrumento propio del mercado intermediado) y no con emisiones de bonos corporativos. Lo anterior, no ha permitido contar

con profundidad suficiente en la renta fija corporativa, ya que ha limitado la oferta de otras alternativas y ha desplazado los demás tipos de deuda privada (Asobancaria, 2019).

La renta fija pública

El mercado de deuda pública es el que mayor profundidad ha alcanzado en las últimas décadas. Para estudiar el comportamiento de este mercado nos remitimos a los datos de los títulos del gobierno colombiano, es decir los TES. En particular, estudiamos el comportamiento del saldo de los TES de los últimos 22 años como porcentaje del PIB. En primer lugar, se resalta la tendencia creciente en el saldo, pasando de 13.7% del PIB en el año 2000 a más de 33% al cierre de 2021. En otras palabras, al inicio del siglo el saldo de los TES no superaba los 28 billones de pesos, mientras que hoy en día está en cerca de 400 billones de pesos.

La consolidación del mercado de renta fija pública en Colombia responde a varios factores, como lo son la obtención del grado de inversión en 2011, el crecimiento relativamente estable de la economía entre el año 2000 y el 2019, y las mejores perspectivas de inversión frente a sus pares de la región. Todo esto, claro está, antes de la llegada de la pandemia en el primer trimestre del 2020.

Ahora bien, cabe decir que varias condiciones han ralentizado el crecimiento de este mercado en el país. En efecto, a pesar de ser uno de los países con la política macro prudencial más fuerte de la región, desde hace casi una década las finanzas públicas vienen en un proceso de lento deterioro que ha elevado la deuda pública a niveles cercanos al 60% del PIB antes de la llegada de la pandemia. Así mismo, la caída de los precios del petróleo en el año 2014 debilitó las cuentas del gobierno, además de limitar de forma importante la entrada de divisas al país. Como consecuencia, Colombia tuvo que afrontar la pandemia con un déficit externo más alto y unas finanzas públicas disminuidas. Todo lo anterior, ha afectado el crecimiento del mercado de deuda pública, aunque no se observa una caída en los saldos de los TES.

En suma, el mercado de renta fija pública en Colombia ha presentado una dinámica favorable en las últimas décadas, convirtiéndolo en un elemento que contribuye al proceso de profundización del mercado de capitales en el país. Sin embargo, hay que notar que el mercado tiene retos en materia de profundidad, por lo que se requiere que confluyan más y nuevos participantes para darle más dinamismo. Como veremos, esos factores condicionan significativamente el desarrollo del mercado de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC).

Al tener en cuenta todo el análisis previo, resulta pertinente mencionar que, aunque las comparaciones internacionales y el estancamiento en el tiempo parecen dibujar un panorama negativo para el mercado de capitales colombiano, de acuerdo con Cuervo (2018) el mercado de capitales local es más desarrollado de lo que se cree comúnmente. Aun así, es relevante reconocer las oportunidades de mejora en todas las clases de activos para que este pueda desempeñar un mejor rol.

En consecuencia, resulta evidente la necesidad de dar un impulso al mercado de capitales en Colombia, ya que el desarrollo financiero de un país tiende a acelerar el crecimiento económico de la nación, facilita la formación de nuevas firmas y promueve su crecimiento (Maiguashca, 2016), así como amplía y mejora las opciones con las que cuentan los distintos inversionistas.

Frente a esto, existe un panorama altamente optimista dado el notorio esfuerzo durante los últimos años del sector privado, el marco institucional, las autoridades regulatorias y la comunidad inversionista para lograr en conjunto un progreso exitoso que impulse el crecimiento y provea de prosperidad. En este aspecto, las sociedades fiduciarias han jugado un rol fundamental, con un énfasis significativo en la promoción de la inversión colectiva.

3. La importancia de la inversión colectiva para el mercado de capitales

El mercado de capitales se puede segmentar en dos, en función de la forma en que se financian los activos: 1) la administración individual y 2) la administración delegada. En la primera de estas

formas, los inversionistas pueden contar con un intermediario que realice las transacciones de mercado en 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 (Maignashca, 2016). Para el segundo caso, como su nombre lo indica, la gestión se delega a un profesional del mercado que toma las decisiones de inversión, acorde con un mandato general definido por el cliente. Como consecuencia, en el caso de la administración delegada es posible identificar una relación de principal-agente, en la que el cliente actúa como principal y el gestor profesional como agente. La relación antes descrita resalta la importancia que tiene garantizar la confianza en esta forma de administración de la inversión. La administración delegada puede llevarse a cabo a través de vehículos de inversión tanto individuales como colectivos. Entre los principales vehículos individuales existen la Administración de Portafolios de Terceros, ofrecida por las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) y la Fiducia de Inversión, ofrecida por las Sociedades Fiduciarias (SF). Por su parte, el ahorro colectivo en Colombia cuenta nuevamente con dos subdivisiones adicionales: 1) el ahorro obligatorio (como los Fondos de Pensiones Obligatorias y los Fondos de Cesantías) y 2) el ahorro voluntario (donde existen los Fondos Voluntarios de Pensión -FVP y los Fondos de Inversión Colectiva - FIC).

De manera general, la administración individual resulta mucho más costosa que la administración colectiva, pues el proceso de inversión en el mercado de capitales implica asumir al menos: 1) los costos de negociación, en la medida en que estos agentes no pueden participar directamente en los foros de negociación y 2) la necesidad de pagarle a algún intermediario los costos del depósito y el costo de su propia gestión, ya que tampoco pueden ser depositantes directos en los depósitos de valores (Maignashca, 2016). En contraste, el vehículo colectivo distribuye estos costos fijos en muchos inversionistas, trasladando las economías de escala del gestor a los clientes (Asobancaria, 2019). Además, el concepto de economías de escala resulta muy importante para la diversificación de la inversión, ya que los costos en que se debe incurrir para lograr individualmente obtener el mismo tipo de beneficios

que se pueden alcanzar en una inversión colectiva son muy altos, probablemente incluso al extremo de no poder ser compensados por los beneficios ya mencionados (Maignashca, 2016). Es decir, resulta mucho más sencillo y económico que un gestor profesional haga inversiones diversificadas con el dinero de varios inversionistas, en comparación con que una sola persona pueda realizar este mismo proceso utilizando únicamente su dinero. En consecuencia, los inversionistas se benefician de la diversificación de riesgos propios de los esquemas colectivos y cuentan con una asesoría especializada que les permite entender mejor sus decisiones de inversión (Asobancaria, 2019)

Teniendo en cuenta lo anterior, resulta claro que el número de inversionistas que puede incurrir en los altos costos de la inversión individual en un país de ingreso medio y alta concentración de riqueza como Colombia es muy reducido. Por tanto, los vehículos de inversión colectiva resultan esenciales para ampliar la base de clientes y lograr una mayor penetración de la industria.

En adición a los altos costos de la gestión individual, la falta de educación financiera en el país hace que para muchos no sea clara la diferencia entre los riesgos que se asumen en el mercado intermediado (bancario) versus aquellos que se asumen en el mercado de capitales (desintermediado). En específico, es probable que la mayoría de las personas no comprenda el tipo de perfil riesgo-retorno que un activo de renta variable implica y que tampoco cuente con los instrumentos necesarios para comprender la formación de precios en este mercado. Así mismo, resulta muy probable que en la renta fija también se tenga una baja comprensión sobre la valoración a precios de mercado del portafolio (Maignashca, 2016). Por estos motivos, es preferible que las incursiones que hagan las personas en el mercado de capitales sean a través de gestores profesionales. En ese orden de ideas, los principales beneficios de la inversión colectiva se pueden resumir en: menores costos, mayor diversificación, facilidad de uso por asesoría personalizada y manejo profesional de las inversiones. Por tanto, es evidente que los modelos de ahorro e inversión colectiva son los que permiten un mayor acceso de las personas a los instrumentos de inversión, a la vez que garantizan la gestión más adecuada del riesgo.

Aunque los Fondos de Pensiones Obligatorias han impulsado en gran medida la inversión colectiva en el país, esto no es suficiente, ya que no es un instrumento que se encuentre abierto para todo tipo de inversionistas (como por ejemplo los inversionistas institucionales). Además, el hecho de concentrar el ahorro en una motivación única limita la pluralidad en plazos y estrategias, que es algo necesario para contar con una adecuada formación de precios en el mercado (Maignashca, 2016).

Por lo anterior, es de gran importancia para el mercado de capitales colombiano y para las posibilidades de inversión de los habitantes del país que se impulsen mecanismos de inversión colectiva que cuenten con variedad de perfiles de riesgo, de objetivos y de plazos. Para esta finalidad, resulta esencial la promoción del crecimiento de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC), que se encuentran administrados principalmente por las Sociedades Fiduciarias.

Fondos de Inversión Colectiva

Los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) consisten en un mecanismo de ahorro e inversión a través del cual se invierten los recursos de múltiples actores, tanto personas como empresas, en un portafolio de activos. La gestión de los recursos invertidos en los fondos es realizada por las entidades autorizadas para desarrollar esta actividad y los resultados económicos obtenidos de la inversión son repartidos diariamente entre los clientes de forma proporcional a su participación.

Desde un punto de vista más técnico, el decreto 1242 de 2013 permite definir los Fondos de Inversión Colectiva en los siguientes 3 puntos: 1.) es un mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos; 2.) cuenta con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación; 3). gestiona los recursos de manera colectiva para así obtener resultados económicos también colectivos.

Las inversiones realizadas en estos fondos pueden ser en activos financieros (como lo son las acciones, los bonos corporativos, los CDT y los TES), o en activos no financieros (como los inmuebles y los derechos de contenido económico). Así mismo, los FIC pueden clasificarse en abiertos o cerrados, según la forma en la que los participantes pueden redimir sus aportes:

- **Fondos de Inversión Colectiva Abiertos:** son aquellos en los cuales los recursos pueden ser retirados en cualquier momento que el cliente considere adecuado, aunque en el contrato se puede estipular un tiempo mínimo de permanencia que implique penalizaciones en caso de redenciones anticipadas.
- **Fondos de Inversión Colectiva Cerrados:** son aquellos en los que la sociedad administradora únicamente está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas al final del plazo previsto para la duración del fondo de inversión colectiva.

Los FIC solo pueden ser administrados por las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión. Estas 3 sociedades, conocidas en conjunto como las sociedades administradoras de Fondos de Inversión Colectiva, tienen los siguientes deberes:

1. Obrar de manera transparente, asegurando el suministro de información de manera veraz, imparcial, oportuna, completa, exacta, pertinente y útil.
2. Abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta sobre la situación de los Fondos de Inversión Colectiva bajo administración, o sobre sí misma.
3. Mantener informados a los inversionistas sobre todos los aspectos inherentes al Fondo de Inversión Colectiva.

Así mismo, desde el punto de vista normativo existen múltiples tipos de Fondos de Inversión Colectiva como lo son: Fondos de Inversión del Mercado Monetario; Fondos Bursátiles; Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios; Fondos de Capital Privado. Estas tipologías están definidas en la regulación de estos vehículos.

En principio, las definiciones generales de las categorías establecidas en la regulación se resumen a continuación:

Los **Fondos de Inversión del Mercado Monetario** son Fondos de Inversión Colectiva abiertos que no cuentan con pacto de permanencia. El portafolio de estos fondos debe estar constituido exclusivamente con valores denominados en moneda nacional o unidades representativas de moneda nacional, inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE. A menos que se trate de títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación, por el Banco de la República o por FOGAFIN, los valores de estos portafolios deben ser calificados con mínimo grado de inversión por una sociedad legalmente habilitada para este efecto.

Los **Fondos Bursátiles** son aquellos Fondos de Inversión Colectiva que buscan replicar un índice nacional o internacional, mediante la constitución de un portafolio integrado por algunos o todos los activos que hagan parte de la canasta que está conformando el índice. Este portafolio también puede estar conformado por derivados estandarizados cuyos subyacentes pertenezcan a la canasta que conforma el índice. Además, los Fondos Bursátiles tienen como condición contar con al menos 2 inversionistas.

Los **Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios** (ver capítulo 2) son fondos cerrados en los cuales al menos el 75% de los activos totales en el fondo deben estar concentrados en: bienes inmuebles ubicados en Colombia o en el exterior; títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria o inmobiliaria; derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles o que tengan por finalidad el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

Los **Fondos de Capital Privado (FCP)** consisten en FIC cerrados en los cuales dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas deben destinarse a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisiones (RNVE). Además, de acuerdo con el artículo 3.3.2.2.3 del decreto 2555 del 2010 y el decreto 1291 de 2020, los inversionistas profesionales no cuentan con criterios específicos para constituir su inversión en Fondos de Capital Privado, mientras que para los

clientes inversionistas, el monto para invertir en un FCP o para comprometerse a hacerlo no puede ser superior al 20% del máximo entre sus ingresos anuales o su patrimonio.

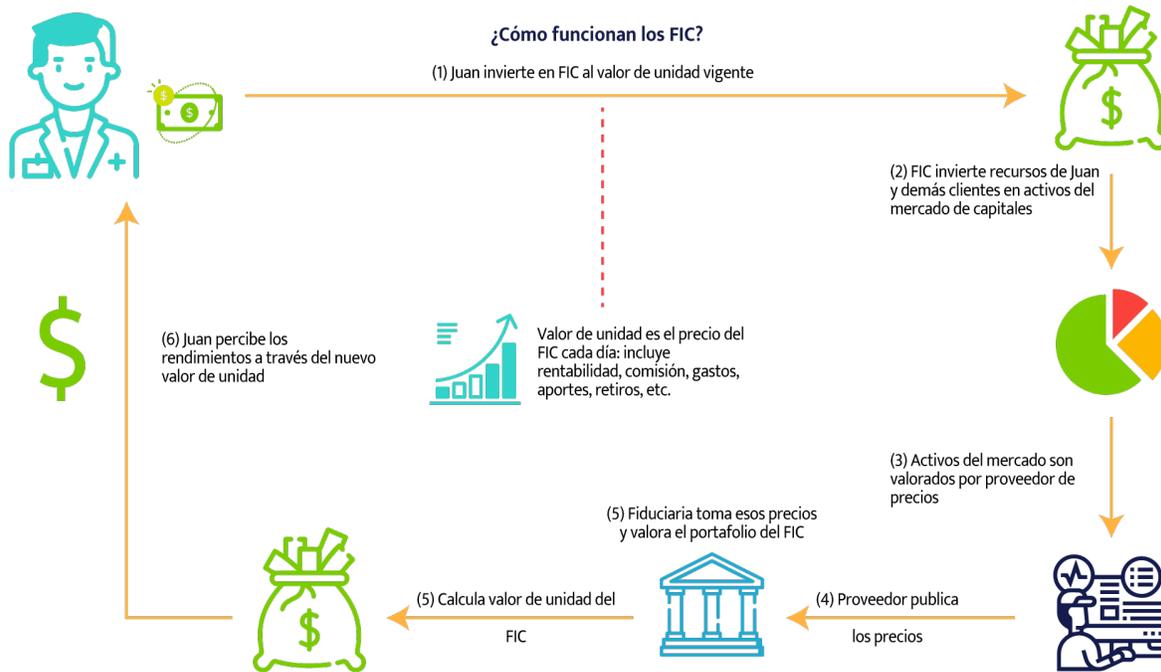
Sin embargo, la industria, bajo el liderazgo de Asofiduciarías y de Asobolsa, impulsó entre 2016 y 2018 una iniciativa de autorregulación para ampliar las clasificaciones o categorías de los FIC, a través de una metodología que organizó la oferta de estos vehículos con base en su perfil de riesgo o el tipo de activo que predomina en los portafolios. Esta iniciativa de industria se conoce como “Sistema de Categorización de FIC” y cuenta con un sistema de información pública conocido como “SIFIC”¹². En pocas palabras, el “Sistema de Categorización de FIC” consiste en el establecimiento de grupos homólogos de Fondos de Inversión Colectiva, para que así los distintos inversionistas puedan compararlos y evaluarlos de forma objetiva y, en consecuencia, decidir sobre cuál es el fondo que mejor se adapta a sus necesidades.

Gracias a un diseño metodológico construido sobre el consenso de las entidades participantes y soportado por un gobierno corporativo, el esquema de categorización clasifica los fondos dentro de 6 macro categorías y 19 categorías, las cuales son auditadas diariamente por una entidad externa que actúa como administradora de la categorización, para garantizar que los fondos categorizados cumplan con los límites y variables de control definidos para la categoría a la que pertenecen.

Según datos del portal SIFIC, a diciembre de 2021, 26 administradoras de Fondos de Inversión Colectiva, entre fiduciarias y comisionistas, tenían más de 130 fondos categorizados cuyos activos ascendían a más de \$81 billones. En otras palabras, el 94% del total de los activos administrados por la industria de FIC se encuentran en fondos categorizados.

¹² www.sificcolombia.com

Esquema 4. ¿Cómo funcionan los FIC?



Fuente: Asofiduciarias.

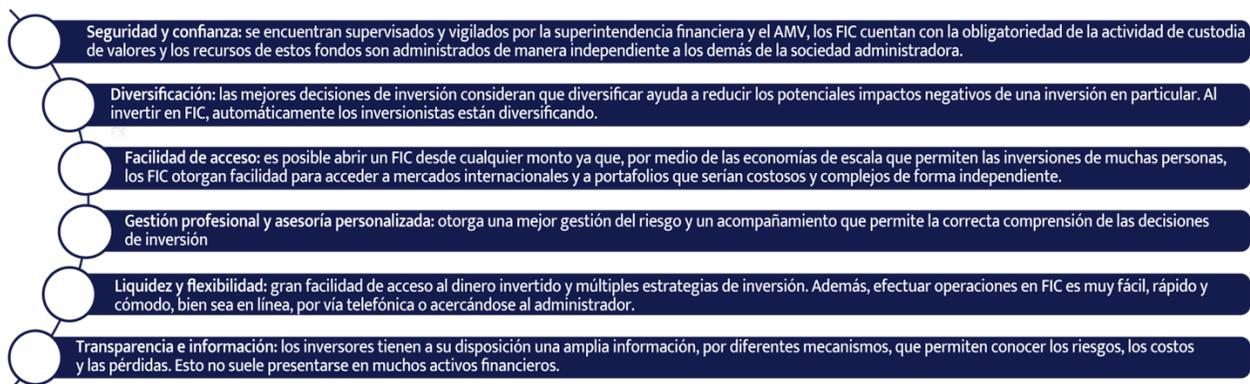
Ventajas y atributos de los FIC

Para garantizar la confianza de los inversionistas, las sociedades fiduciarias y las otras entidades autorizadas para administrar FIC en Colombia se encuentran vigiladas por la Superintendencia Financiera y por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). También, los recursos de estos fondos son administrados de manera independiente a los de la sociedad administradora. Adicionalmente, la obligatoriedad de la actividad de Custodia de Valores para los FIC ha permitido fomentar la transparencia y el buen gobierno corporativo en la administración de estos vehículos. Aunado a esto, cada FIC tiene un reglamento autorizado por la Superintendencia Financiera, publicado en línea y con información detallada del fondo. Por tanto, los FIC representan una alternativa de ahorro e inversión ideal, ya que cuentan con una gestión altamente capacitada que genera confianza, prestan una asesoría especializada que permite una mejor comprensión de las decisiones de inversión, tienen diversos mecanismos de revelación de información sobre el desempeño del fondo, realizan inversiones

diversificadas, requieren montos bajos de dinero para su apertura, obtienen alto provecho de las economías de escala que permiten la reducción de costos al distribuirlos entre varios inversionistas, cuentan con independencia y vigilancia y permiten ajustar las inversiones al perfil de riesgo, al plazo y a los objetivos de cada cliente.

Por consiguiente, se puede afirmar que la presencia de los Fondos de Inversión Colectiva dinamiza el mercado, pues constituye uno de los mecanismos más eficientes para canalizar el ahorro de las personas y empresas hacia los mercados de capitales, al dejarles asumir riesgos y diversificar sus portafolios. Así mismo, los beneficios antes mencionados ubican a los FIC como el vehículo natural para atraer a todos los tipos de cliente, sin importar su grado de conocimiento, al mercado de capitales (Asobancaria, 2019).

Esquema 5. Principales ventajas de los Fondos de Inversión Colectiva



Fuente: Asofiduciarías, Fondos Mutuos e Inverco.

Además, otra ventaja de los FIC resulta de que los fondos no solo tienen gran relevancia en la demanda del mercado de valores, sino que también pueden participar como nuevos actores desde la oferta. Lo anterior, debido a que de acuerdo con normas recientes que modifican el decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la emisión de bonos por parte de los Fondos de Inversión Colectiva en el mercado de valores, los Fondos de Inversión Colectiva cerrados podrán emitir bonos para ser colocados mediante oferta pública, previa autorización de la

Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con las normas vigentes sobre la materia, y se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE una vez se haya efectuado dicha autorización.

Caracterización de la industria local de FIC

A lo largo del tiempo, los Fondos de Inversión Colectiva han presentado un importante crecimiento tanto en activos administrados como en número de inversionistas. En cuanto a los activos, los FIC han pasado de representar el 3.4% del PIB en el año 2007 a ser el 10.9% del PIB en el año 2019. Posteriormente, en el cierre del año 2020 los activos de los FIC llegaron a representar el 13.6% del PIB, explicado por un crecimiento anual real del 15.5% acompañado de una fuerte contracción del PIB del 7% como consecuencia de la pandemia por el COVID-19. Finalmente, para el cierre de 2021 el total de activos administrados en los fondos de inversión colectiva representó el 9.8% del PIB, deterioro causado por una caída anual del 19% en el total de los activos que se combinó con un crecimiento del Producto Interno Bruto del 10.6%.

Gráfico 22. Fondos de Inversión Colectiva como % del PIB



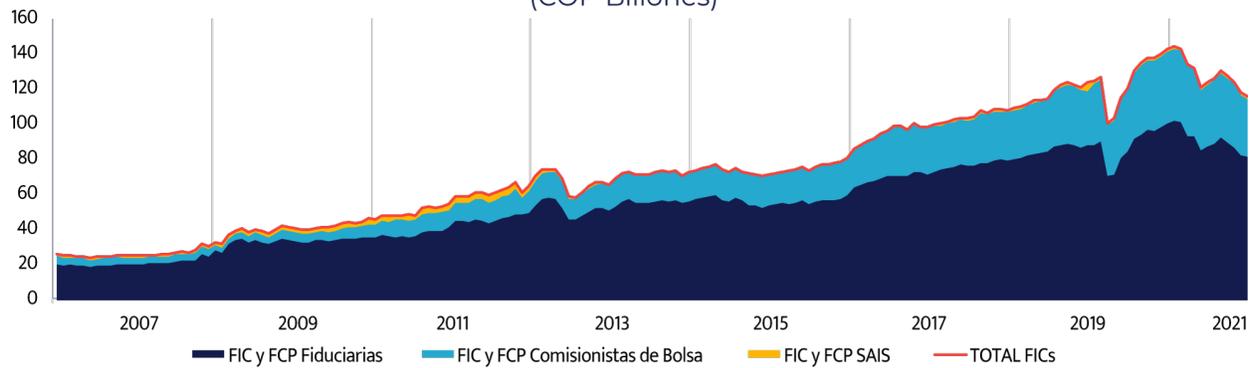
Fuente: elaboración ANIF con datos de Asofiduciarías, DANE y la Superintendencia Financiera.

Adicionalmente, al considerar la participación por tipo de sociedad administradora de Fondos de Inversión Colectiva, resulta notorio que las sociedades fiduciarias administran más del 70% de los activos pertenecientes a estos fondos. No obstante, con el paso del tiempo las sociedades comisionistas de bolsa han ganado relevancia, pues en el año 2007 tan solo administraban el 16.6% del total de activos de los FIC, mientras que en el año 2021 su participación ya era equivalente al 28.6%.



En pesos constantes de 2021, las sociedades fiduciarias pasaron de administrar en FIC y FCP un monto de \$20.1 billones de pesos en diciembre de 2007 a contar con un monto de \$81.6 billones en el último mes del año 2021. Por su parte, las sociedades comisionistas de bolsa incrementaron el monto administrado de \$4.2 billones en 2007 a \$33.1 billones en 2021. Por último, el incremento más discreto lo han presentado las Sociedades Administradoras de Inversión que para los mismos años pasaron de \$1 billón a \$1.7 billones.

Gráfico 24. Total de activos en FIC según tipo de sociedad administradora de Fondos de Inversión Colectiva
(COP Billones)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Asofiduciarias y la Superintendencia Financiera.

Desde otro punto de vista, el número de clientes de los Fondos de Inversión Colectiva administrados por las Sociedades Fiduciarias ha pasado de 760.501 en el año 2009 a un total de 1.973.132 inversionistas para el año 2021. Eso ha significado un crecimiento promedio anual del 8.5%. En general el número de clientes de las sociedades fiduciarias es cercano al 90% total de los clientes de los FIC.

Gráfico 25. Número total de inversionistas en FIC administrados por las sociedades fiduciarias
(miles de inversionistas)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Asofiduciarias.

A pesar del vigoroso crecimiento que han mostrado los Fondos de Inversión Colectiva, aún hay espacio para un mayor desarrollo de estos instrumentos. Lo anterior, resulta notorio cuando se compara el tamaño de los Fondos de Inversión Colectiva en Colombia con el tamaño de estos en un referente regional como Chile. Pues, mientras que para 2021 en Colombia se manejaron recursos equivalentes al 9.8% del PIB, en Chile estos montos representaron el 26.4% del Producto Interno Bruto (Asociación de Fondos Mutuos, 2022). Además, en Colombia tan solo el 4% de la población cuenta con inversiones en FIC, en contraste con un porcentaje superior al 15% en Chile. Adicionalmente, en el Cuadro 3 se ve el panorama de los FIC en otros países de la región y en España.

Cuadro 4. comparación internacional de los FIC

País	Número de Fondos	Activos netos (millones de dólares)	Total de clientes
España	2.850	\$395.008.00	15.166.973
Brasil	25.198	\$1.246.668.00	29.766.407
México	612	\$134.259.00	3.609.332
Chile	2.909	\$67.263.00	2.875.008
Argentina	627	\$33.756.00	476.159
Perú	229	\$1.018.00	383.459
Colombia	273	\$ 31.517.00	2.238.921

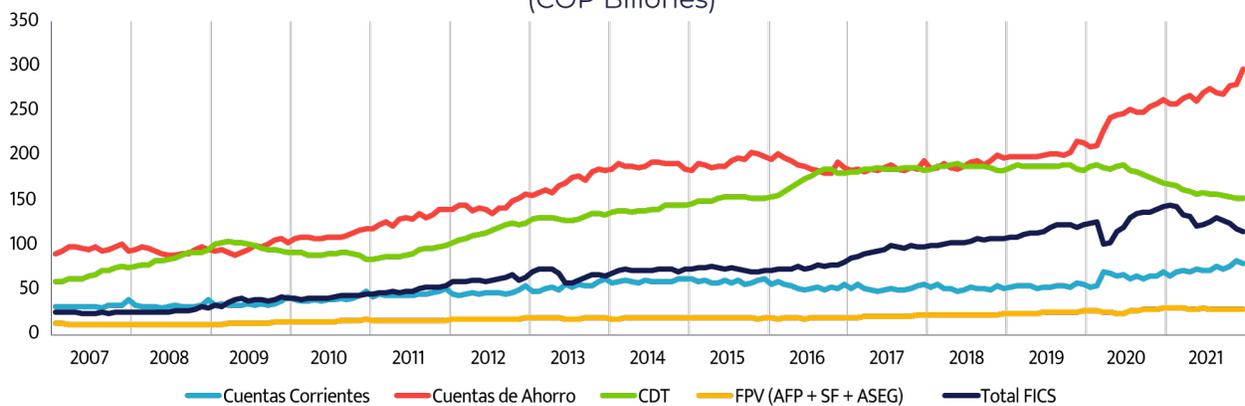
Fuente: Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión (FIAFIN).

Por tanto, resulta evidente que el principal reto para el despegue de la inversión colectiva en el país pasa aún por el avance en la democratización y generalización de los FIC como instrumento idóneo para la canalización del ahorro y la inversión privada.

Por otro lado, desde una visión doméstica es notoria la preferencia de la población por instrumentos tradicionales. Como se puede notar en el Gráfico 26 el total de recursos que se encuentran en CDT o en cuentas de ahorros es mucho mayor que el monto total administrado

en Fondos de Inversión Colectiva. Este comportamiento, que es reflejo de la necesidad de lograr una mejor educación financiera en la población y de promover el ahorro y la inversión de los hogares, ubica a los FIC como un instrumento poco utilizado y limita las posibilidades de diversificación y profundización del mercado de capitales, en pro de un aprovechamiento real y completo de los beneficios de la inversión colectiva (ANIF, 2016).

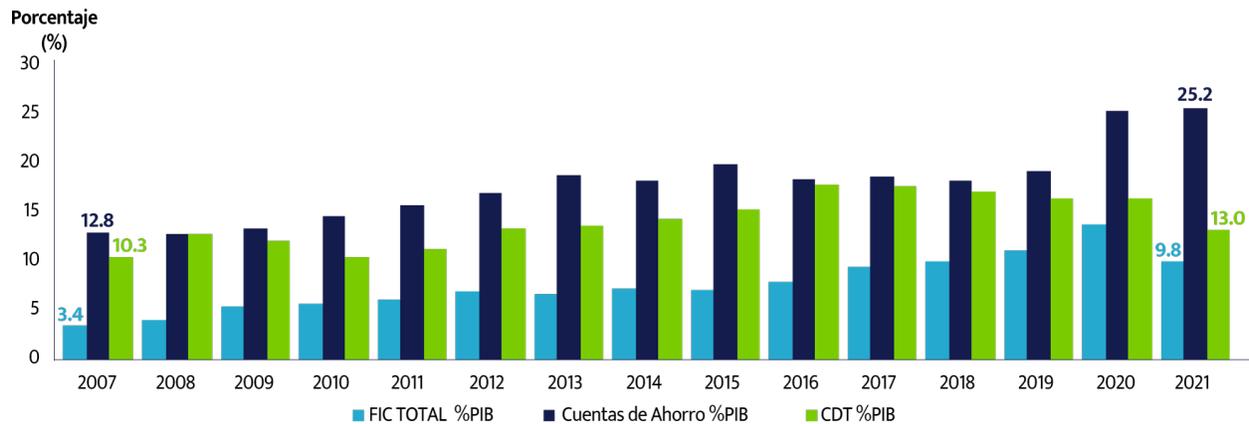
Gráfico 26. Total de recursos en FIC y en instrumentos tradicionales
(COP Billones)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Asofiduciarías y la Superintendencia Financiera.

En consecuencia, aunque los FIC han ganado terreno con el paso del tiempo, aún tienen potencial de crecimiento para ser el principal instrumento de ahorro e inversión dentro de la población colombiana. En diciembre de 2007 los FIC representaban el 3.4% del PIB en contraste con el 12.8% que representaban las cuentas de ahorro y el 10.3% que representaban los CDT. Para el final de 2021 los FIC ya representaban el 9.8% del PIB del país, pero las cuentas de ahorro y los CDT administraban montos equivalentes al 25.2% y 13% del PIB respectivamente. En 2019, año previo a la pandemia, los activos de los FIC correspondían al 10.9% del PIB, los de las cuentas de ahorro al 18.9% y los de los CDT al 16.1%.

Gráfico 27. Activos en FIC y en instrumentos tradicionales de ahorro como % del PIB



Fuente: elaboración ANIF con datos de Asofiduciarias y la Superintendencia Financiera.

En este sentido, la brecha entre los activos administrados en los Fondos de Inversión Colectiva y los activos en instrumentos tradicionales se redujo con el paso del tiempo en los periodos previos a la pandemia. Por un lado, la diferencia con las cuentas de ahorro paso de 9.4 puntos porcentuales en el año 2007 a ser de 8 puntos porcentuales en el 2019. Por el otro lado, la brecha con los CDT pasó de ser de 6.9 puntos porcentuales en el 2007, a ser de 5.2 puntos porcentuales en 2019. No obstante, en el año 2020 el alto nerviosismo en los mercados como consecuencia del arribo de la pandemia por COVID-19 y de la caída en los precios del petróleo se reflejó en un descenso real de los Fondos de Inversión Colectiva del 20.4% al comparar los activos del mes de marzo con los del mes de febrero. La fuerte caída en este periodo de tiempo se explica en mayor medida por retiros de los inversionistas y no por alguna desvalorización de los activos, lo cual hace evidente la alta aversión al riesgo de los inversionistas locales. No obstante, para el mes de julio ya se habían recuperado y superado los niveles de activos que había en febrero de ese año y siguió presentándose un incremento continuo hasta febrero de 2021.

Nuevamente en marzo de 2021 se presentó una fuerte caída, esta vez del 6.2%, pero sin recuperación posterior. Por este motivo, en precios constantes de 2021 se contaba en diciembre de 2021 con un 19% menos de activos en contraste con el mismo mes de 2020. En

este último año ha influido la prolongación de la pandemia, la incertidumbre inicial ante el plan de vacunación, los problemas recurrentes en el comercio internacional y la alta inflación en el mundo que ha generado anuncios de normalización de la política monetaria con aumentos de tasas. Como la mayoría de los activos se encuentran invertidos en renta fija los aumentos de las tasas se ven reflejados en menores precios de los bonos, dando la sensación de contar con rentabilidades negativas en el corto plazo.

De manera similar, en 2020 y 2021 también ha caído la cantidad de activos en los CDT, acompañado de un traslado de estos montos hacia las cuentas corrientes y las cuentas de ahorros. Lo anterior exhibe una preferencia por la liquidez durante la coyuntura actual. Al comparar diciembre de 2021 con diciembre de 2020 se observa una caída en los CDT del 10.2% mientras que las cuentas de ahorro y las cuentas corrientes crecieron el 13.9% y el 13.1% respectivamente. Como resultado, aunque la brecha en 2021 entre los FIC y las cuentas de ahorro aumentó a 15.3 puntos porcentuales, la brecha con los CDT continuó su descenso, llegando al 3.1 puntos porcentuales.

Por tanto, la disminución en el último año de los activos de los FIC no responde a una mala gestión, ni a que sean instrumentos inadecuados en el panorama mundial actual, sino a la preferencia por la liquidez de los clientes locales en la coyuntura reciente y su alta aversión al riesgo. Por ejemplo, en contraste con Colombia, en Chile en el 2019 los activos en Fondos de Inversión Colectiva representaron el 22% del PIB, en 2020 llegaron al 26% y en 2021 continuaron una tendencia al alza hasta el 26.4% antes mencionado. En este orden de ideas, desde una perspectiva de mediano y largo plazo, más allá de los impactos recientes relacionados con el ciclo económico, es posible ver una tendencia creciente de los Fondos de Inversión Colectiva en Colombia, que los encamina a ser el principal vehículo de ahorro e inversión del país.

En línea con lo anterior, la falta de educación financiera de la mayoría de la población colombiana y la marcada aversión al riesgo de los clientes, han hecho que los Fondos de

Inversión Colectiva se utilicen más como un mecanismo de ahorro que como un instrumento para la inversión (ANIF, 2016). Esto hace que la mayoría de los activos se encuentren invertidos en la parte de menor riesgo y retorno de la frontera eficiente del portafolio, en contraste con otra parte importante de activos que se encuentran en una zona de alto riesgo y retorno. Como consecuencia, hay un bajo aprovechamiento del resto del mercado, sacrificando así la oferta de valor de los FIC (Maiguashca, 2016). Por tanto, resulta de gran importancia mejorar el conocimiento que tienen las personas sobre los distintos mecanismos de ahorro e inversión y fomentar la confianza, para así tener un mejor aprovechamiento de los mercados de capitales y de las inversiones colectivas en el país. En este sentido, la correcta democratización y generalización de los FIC trae grandes ventajas para Colombia, pues estos instrumentos cumplen un rol esencial al movilizar los ahorros de pequeños inversionistas hacia los mercados de capitales, en lugar de que permanezcan depositados en los bancos. Esto provee una fuente importante de financiamiento para las compañías y el gobierno que se traduce en crecimiento económico. Así mismo, los rendimientos ganados con las inversiones pueden ayudar a mejorar las finanzas de los hogares y a que las personas cuenten con mejores condiciones al momento de su retiro laboral (The World Bank Group, 2015).

Retos de los Fondos de Inversión Colectiva

A pesar de los importantes avances regulatorios y el notorio crecimiento que han tenido los Fondos de Inversión Colectiva, aún existen una serie de retos para poder aprovechar todo el potencial de estos instrumentos de ahorro e inversión en el país.

En primer lugar, la población colombiana cuenta con una baja educación financiera, en especial en el segmento de las personas naturales. En efecto, se ha creado una asociación cercana entre los conceptos de ahorro e inversión, que se combina con una alta aversión al riesgo de los clientes. En particular, esto afecta a los FIC por 2 vías: 1.) se disminuyen los niveles de demanda

por los FIC disponibles en el mercado y 2.) se concentra la oferta de los Fondos de Inversión Colectiva en activos con una baja relación riesgo-retorno (ANIF, 2016).

Por tanto, resulta pertinente aclarar los conceptos de ahorro e inversión, pues, aunque en muchos casos se utilizan estas palabras como sinónimos, ambas difieren fundamentalmente en el destino del dinero. Por un lado, el ahorro consiste en guardar dinero en un lugar seguro a la vez que se sacrifica el consumo presente para poder tener consumo en un futuro. En este sentido, los intereses que se generan tienen como finalidad evitar que ese dinero pierda capacidad adquisitiva. Por otra parte, la inversión implica renunciar a utilizar algún monto de dinero en el presente, con la finalidad de que en el futuro tenga rendimientos adicionales que aporten un dinero extra o, en otras palabras, incrementen el poder adquisitivo. No obstante, esa ganancia extra que se espera en la inversión se fundamenta en que ese dinero se está arriesgando y como compensación se obtiene una mayor rentabilidad. Por ende, cuando se incurre en un mayor riesgo será posible aspirar a un mayor retorno. En síntesis, al ahorrar se está guardando dinero para utilizarlo en el futuro sin esperar un rendimiento extra a cambio, pero garantizando seguridad, mientras que al invertir se está arriesgando el dinero para así obtener un rendimiento que permita aumentar la riqueza futura de quien invierte.

En segundo lugar, en Colombia ha 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 (Maiguashca, 2016). En específico, existen incentivos desde la estructura tributaria que distorsionan las decisiones de las personas y promueven inversiones que resultan atractivas por beneficios tributarios, pero que no son juzgadas desde el comportamiento netamente financiero del portafolio. Ejemplos de estos incentivos tributarios se encuentran en la adquisición de vivienda (estimulando la inversión en finca raíz sobre inversiones financieras que podrían competir con el mismo flujo de dinero) y en los descuentos tributarios de los Fondos Voluntarios de Pensión. En este sentido, la idea no consiste en emitir un juicio de valor sobre si los beneficios son buenos o malos, pero sí se debe reconocer que distorsionan las decisiones de inversión de las personas, a tal punto que una

parte de la inversión en activos financieros de los hogares ha estado determinada por los beneficios tributarios y no por el retorno de las inversiones, o el comportamiento de sus administradores, puntos en los cuales los FIC tienen un desempeño destacado.

En tercer lugar, la infraestructura, que se puede entender como una tubería por medio de la cual pasan las transacciones y a la cual pertenecen la Bolsa de Valores, la cámara de riesgo central de contraparte y el depósito de valores, suele presentar altos costos. No obstante, aunque es clara la necesidad de trabajar en estrategias que permitan la reducción de costos y aumenten la competitividad del mercado, no cabe duda de que asumir estos costos por medio de un FIC resulta mucho mejor que asumirlos de forma individual, ya que, como se ha mencionado en este escrito, en las inversiones colectivas los costos se reparten entre muchas personas.

Adicionalmente, la potencial contribución de contar con un mercado de capitales profundo para el crecimiento económico en los países en vía de desarrollo es aún más relevante hoy en día dados los retos que imponen los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Esto, como respuesta a la existencia de vacíos en el financiamiento de sectores estratégicos que facilitan la consecución de los ODS y para los cuales contar solo con el sector bancario resulta insuficiente (The World Bank Group, 2020). En ese sentido el mercado de capitales puede constituir un canal importante para atraer la inversión privada necesaria, donde los FIC tienen un rol esencial, ya que para los inversionistas de hoy en día resulta importante valorar los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) antes de decidir dónde poner su dinero.

En particular, el interés de los inversionistas frente al desempeño ASG de las organizaciones se deriva principalmente de la preocupación frente al impacto que los asuntos de sostenibilidad pueden tener en el negocio, como son los eventos ambientales o climáticos adversos, las crisis sociales, la inestabilidad económica y los escándalos éticos y de corrupción que pueden afectar la continuidad del negocio, los flujos de efectivo y los rendimientos financieros. En síntesis, los

asuntos ASG se refieren a los temas que representan riesgos frente a la capacidad que tiene una empresa de implementar su estrategia y generar valor. Además, es claro que poder integrar el enfoque de la sostenibilidad en la gestión y en la valoración del desempeño de una empresa es equivalente a gestionar los retos más apremiantes del mundo como lo son la inequidad, la generación de empleo, la educación, el cambio climático, el crecimiento económico sostenible y la biodiversidad, entre otros (Global Reporting Initiative & Bolsa de Valores de Colombia, 2020).

Acorde con lo anterior, las empresas colombianas, en sintonía con la tendencia global, prestan cada vez una mayor atención a las prácticas sociales ambientales y de gobierno corporativo, pues se han vuelto de alta relevancia para inversionistas de todo el mundo ante los retos que imponen la sociedad, el cambio climático y las pruebas a la confianza empresarial. Por tanto, el seguimiento de los criterios ASG se ha convertido en un tema de primera necesidad para lograr un mejor posicionamiento de las administradoras de los fondos de inversión colectiva, atraer un mayor número de clientes y llevar a cabo inversiones sostenibles, responsables y acordes con las necesidades actuales del planeta.

En consecuencia, la adopción de estas prácticas y criterios ha seguido una tendencia mundial, que será de carácter permanente y que otras industrias en Colombia están adoptando, como, por ejemplo, los fondos de pensiones obligatorias y cesantías, acorde con la Circular 007 de 2021, que reglamenta el Decreto 1393 de 2020. En este sentido, los FIC requieren cada vez poder contar con información que les permita comprender cómo las compañías en las cuales invierten adoptan criterios selectivos de responsabilidad empresarial y buenas prácticas que garanticen principios éticos de gestión corporativa (Muñoz & Sánchez, 2020), bien sea por una respuesta a la demanda de sus clientes o porque la regulación poco a poco lo empieza también a exigir.

4. Custodia de Valores y sus beneficios para los FIC y para el mercado de valores.

Dentro de la adopción de estándares internacionales para la industria estuvo la introducción de la custodia de valores como actividad obligatoria para los Fondos de Inversión Colectiva por medio del decreto 1243 de 2013. Actualmente, la regulación definitiva de la actividad de custodia de valores se encuentra incorporada en el decreto único del sector financiero (Decreto 2555 de 2010) en el libro 37 de la parte 2 e involucra también la obligatoriedad de este servicio para los Fondos Voluntarios de Pensión, a partir del decreto 1207 de 2020. Así mismo, las inversiones en valores de emisores del exterior o nacionales que se adquieran y permanezcan en el extranjero y que por su naturaleza sean susceptibles de ser custodiados, deben mantenerse en su totalidad, en custodia en bancos extranjeros, instituciones constituidas en el exterior que presten el servicio de custodia o en instituciones de custodia de valores constituidas en el exterior que tenga como giro exclusivo el servicio de custodia.

Por otra parte, frente a la actividad de custodia de valores para los FIC, es pertinente resaltar que la confianza resulta vital para la administración delegada, dada la existencia de un problema principal-agente. Por tanto, si bien la tarea de la figura de custodia está enfocada en la protección de los recursos de los clientes y no propiamente en el desarrollo del negocio de los Fondos de Inversión Colectiva, es posible que su inexistencia hubiera contribuido a una menor confianza en el mercado de capitales (Maiguashca, 2016).

De forma similar, la figura de la custodia de valores no solo mejora el nivel de protección de los inversionistas, sino que también permite contar con un tercero con la capacidad de centralizar la gestión empresarial (*back office*) de los administradores del portafolio. Lo anterior, permite crear condiciones óptimas para que se deleguen más elementos de la tarea de administración de los portafolios, lo que resulta en un mayor aprovechamiento de las economías de escala que reducen los costos de transacción de todo el mercado de capitales, a la vez que obliga a las entidades que utilizan esta figura a contar con unas condiciones operativas con estándares

mínimos que antes no existían. Todo esto ha repercutido de manera positiva en los niveles de gestión del riesgo operativo (Maignashca, 2016).

En específico, la custodia de valores consiste en una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre aquellos valores. En la actualidad, únicamente las sociedades fiduciarias pueden desarrollar esta actividad, la cual comprende, como mínimo, la salvaguarda de los valores, la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre aquellos valores y la administración de los derechos patrimoniales derivados de los mismos, los cuales constituyen los 3 servicios obligatorios de la custodia de valores (Asofiduciarías, 2019).

En primer lugar, **la salvaguarda de valores** es el servicio por medio del cual se custodian los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de obligaciones sobre dichos valores. Además, se asegura que la anotación en cuenta a nombre del custodiado sea realizada en un depósito de valores, o en un subcustodio, según sea el caso. De igual forma, la salvaguarda de los activos incluye el manejo de las cuentas bancarias del custodiado, con el propósito de realizar la compensación y liquidación de operaciones que se realicen sobre los valores que son objeto de la actividad de custodia.

En segundo lugar, **la compensación y liquidación de operaciones** se realiza de acuerdo con las instrucciones del custodiado o la persona autorizada por este, para que el custodio participe desde la etapa de confirmación en el proceso de la compensación de operaciones sobre valores, y realice las labores necesarias para liquidar definitivamente las operaciones sobre valores que haya ratificado el custodiado. Dicha liquidación implica el abono de dinero o valores de la cuenta del custodiado, así como las órdenes necesarias para realizar el pago asociado a la operación correspondiente, y las demás gestiones necesarias para el cumplimiento de la operación. En el caso de las operaciones aceptadas por una cámara de riesgo central de contraparte, el custodio, de acuerdo con las instrucciones del custodiado, participa en los

términos y condiciones establecidas en el reglamento de la cámara de riesgo central de contraparte, en el cumplimiento de las obligaciones del custodiado derivadas de las operaciones que se compensen y liquiden a través de dicha cámara.

Por último, **la administración de derechos patrimoniales** es la operación por la cual el custodio da el apoyo administrativo necesario y realiza el cobro de los rendimientos, dividendos y del capital asociados a los valores que posee el custodiado.

Así mismo, dentro de los servicios de administración de valores, también se incluye el de informar a los inversionistas de eventos corporativos que puedan tener alguna influencia (positiva o negativa) sobre sus inversiones o de asuntos que los emisores pongan a consideración de sus accionistas. Para este fin, los custodios pueden representar a sus clientes en asambleas y votar acorde con las instrucciones recibidas por parte de ellos (Asofiduciarías, 2019). En el caso de los inversionistas extranjeros, los custodios también procesan las retenciones a las que haya lugar que resulten acordes con la normatividad tributaria vigente y ejecutan los procesos de reclamación de impuestos. Para los locales este último es un servicio complementario, pues los encargados de hacer las retenciones son las sociedades administradoras de los fondos.

En este sentido, adicionales a los servicios obligatorios antes mencionados y establecidos en el artículo 2.22.1.1.2 del decreto 1243 de 2013, el custodio y el custodiado pueden pactar la prestación de los servicios complementarios descritos en el artículo 2.22.1.1.3 del mismo decreto, los cuales son: la administración de derechos políticos; la valoración de aquellos valores objeto de custodia; la transferencia temporal de valores; el cumplimiento de las obligaciones fiscales que se encuentren en cabeza del custodiado, respecto de los valores entregados en custodia; el cumplimiento de las obligaciones cambiarias. Estos servicios deben ser prestados por la misma entidad que presta los servicios obligatorios. Junto con esto, en el artículo 2.22.1.1.4 del mismo decreto antes mencionado, se presentan los servicios especiales de custodia de los valores que hacen parte de los portafolios de fondos de inversión colectiva.

Estos son: la valoración del portafolio del FIC y sus participaciones; así como la contabilidad del FIC custodiado, para lo cual se requiere que el administrador del fondo de inversión colectiva suministre oportunamente al custodio toda la información necesaria.

Teniendo en cuenta lo anterior, existen 3 principios orientadores para las actividades que realizan los custodios. En primer lugar, el principio de independencia consiste en que el ejercicio de la actividad de custodia requiere que las áreas, funciones y mecanismos de toma de decisiones susceptibles de entrar en conflicto de interés, se encuentren separadas decisoria, física y operativamente al interior del custodio. Por tanto, la actividad de custodia debe ser de carácter independiente y ninguna sociedad fiduciaria que desarrolle esta actividad puede ser custodio de los fondos administrados por ella misma (Asofiduciarías, 2019). En segundo lugar, los valores recibidos en custodia constituyen un patrimonio separado de los propios activos del custodio y de aquellos que este custodie en virtud de otros negocios, garantizando así el cumplimiento del principio de segregación. En tercer lugar, para cumplir con el principio de profesionalismo, el custodio debe actuar de forma profesional y con la diligencia exigible a un experto.

Adicionalmente, el Gobierno Nacional introdujo la actividad de custodia de valores con el fin de cumplir con 5 objetivos principales: 1) Ofrecer un marco jurídico que reconozca la custodia como una actividad independiente y especializada del mercado de valores; 2) Garantizar una mayor protección a los inversionistas; 3) Generar mayor eficiencia en el mercado de valores; 4) Generar mayor transparencia en el mercado de valores; 5) Adecuarse a estándares internacionales (Asofiduciarías, 2019).

En concordancia con estos objetivos, para garantizar que la custodia de valores se trate de una actividad especializada e independiente, esta solo puede ser realizada por sociedades fiduciarias que cuenten con una licencia para su ejecución y, para obtener esta licencia, es necesario cumplir con una serie de requisitos que garantizan la idoneidad de la fiduciaria para el desarrollo de la actividad en respeto de los principios de independencia, segregación y

profesionalismo, que permitan ante todo proteger la integridad de los valores custodiados y evitar conflictos de interés.

En este sentido, la presencia de la actividad de custodia de valores ha generado una mayor disciplina y un apego a la política de inversión y a las restricciones y requerimientos exigidos por la regulación. Lo anterior, ha resultado en una menor cantidad de incumplimientos, que además ha permitido obtener las mejores estrategias de inversión para los clientes y ha aportado transparencia al mercado de capitales por medio de una gestión adecuada de posibles conflictos de interés. Todo esto genera mayor tranquilidad sobre el manejo de los recursos acorde con la promesa de valor ofrecida por el gestor o administrador y permite alinear el mercado local con los estándares internacionales (Asofiduciarías, 2019).

Por tanto, resulta evidente que sin la introducción de la figura de la custodia de valores resultaría inútil pretender una integración regional del mercado de capitales y competir internacionalmente por el desarrollo de la industria de administración de portafolios. Es claro que para competir por los recursos de los distintos jugadores del mercado se requiere contar con los estándares más altos en términos de protección al inversionista en cuanto al cumplimiento de su mandato y la integridad de sus recursos dados en administración, bajo un reconocimiento adecuado del respectivo riesgo financiero (Maignashca, 2016).

Por otro lado, como respuesta a la debilidad que implicaba la falta de extensión de la actividad de custodia de valores a otras actividades de administración delegada, que resulta en el desaprovechamiento de las economías de escala y alcance que ofrece la custodia, disminuye la eficiencia en el mercado de valores y aleja la normativa local de los estándares internacionales, el decreto 1207 de 2020, por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el régimen jurídico de los Fondos Voluntarios de Pensión, menciona que los valores representativos de las inversiones de los Fondos Voluntarios de Pensión deberán mantenerse en todo momento en entidades autorizadas para desarrollar la actividad de custodia de valores. Esto sigue la recomendación de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO

por sus siglas en inglés) bajo la cual todos los mecanismos de inversión colectiva deben ser sujetos de custodia sin ningún tipo de distinción (Asofiduciarías, 2019).

En síntesis, la figura de custodia de valores ha tenido un rol vital en la eficiencia del mercado de valores, en la construcción de confianza para los clientes y en la atracción de inversión tanto local como extranjera. Lo anterior, debido a que competir por recursos de inversionistas, emisores o jugadores de mercado internacionales requiere tener los más altos estándares en términos de protección al inversionista (Maignashca, 2016). La custodia, por tanto, representa una actividad esencial para el crecimiento de la inversión colectiva en Colombia al ser garante de transparencia, confianza, eficiencia y profesionalismo.

5. La importancia de la inversión extranjera para el país y el mercado de capitales local y el rol de las sociedades fiduciarias en la canalización de esa inversión.

En línea con lo anterior, se ha buscado una mayor promoción de la participación de inversionistas extranjeros por medio de la convergencia a estándares internacionales y la mayor integración del mercado de capitales colombiano a los flujos financieros globales, siendo esto una parte central en la agenda regulatoria de la última década (Asobancaria, 2019). Lo anterior permite una importante diversificación de la base de inversionistas que se encontraba altamente concentrada en los Fondos de Pensiones y con una participación importante y creciente, pero aún insuficiente, en los Fondos de Inversión Colectiva.

Para tal fin, las sociedades fiduciarias, únicas entidades autorizadas para realizarla actividad de custodia de valores, han permitido canalizar importantes volúmenes de inversión extranjera, tanto directa como de portafolio hacia sectores como la infraestructura y el mercado de valores. Para el mercado de valores resulta de gran importancia la inversión extranjera de portafolio, la cual consiste en la inversión realizada en valores inscritos en el Registro Nacional

de Valores y Emisores – RNVE, en las participaciones en carteras colectivas, así como las inversiones en valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero.

De acuerdo con el Decreto 119 de 2017 incorporado en el Decreto 1068 de 2015 Único del Sector Hacienda, los inversionistas extranjeros de portafolio deben contar con un apoderado para realizar sus inversiones en Colombia. De acuerdo con el mismo decreto, las entidades autorizadas para actuar como apoderadas de dichos inversionistas son las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias, las sociedades administradoras de inversión, así como las sociedades fiduciarias autorizadas para ejercer la actividad de custodia de valores. Específicamente, los apoderados de los inversionistas extranjeros de portafolio deben cumplir, conforme con las normas vigentes, con todas las obligaciones tributarias, cambiarias y con el suministro de información a las autoridades cambiarias o de inspección, vigilancia y control y las demás obligaciones que señale la autoridad de inspección, vigilancia y control en ejercicio de sus facultades.

Gráfico 28. Saldo de los TES
(% PIB)



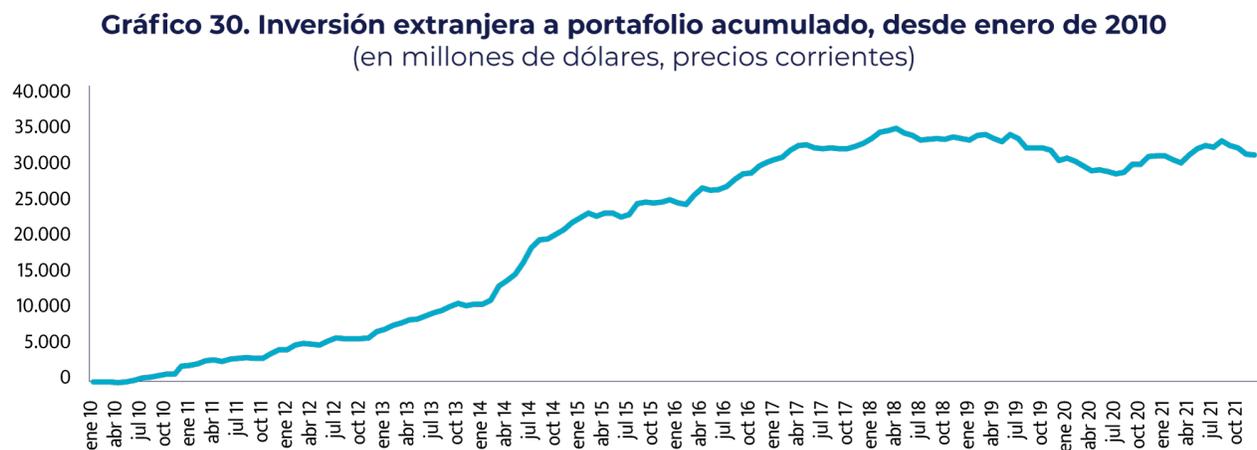
Fuente: elaboración ANIF con datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público

El marco regulatorio vigente aunado al comportamiento general de la economía colombiana, han facilitado una mayor participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública colombiano. De forma particular, el apetito por los TES colombianos por parte de extranjeros ha crecido de forma importante en los últimos años. Empecemos por definir los TES que, de acuerdo con el Banco de la República, son títulos de deuda pública doméstica, emitidos por el gobierno nacional y administrados por el Emisor. En ese sentido, los TES son una fuente de recursos de financiamiento del Estado, que permite cubrir necesidades de gasto, así como el déficit fiscal en cada vigencia. Los títulos de deuda pública han crecido en importancia año a año, convirtiéndose en una fuente clave de financiamiento para el gobierno nacional, tal como lo muestra el Gráfico 29. Según cifras del Ministerio de Hacienda, el saldo de los TES ha pasado a representar el 13.7% del PIB en el año 2000 a más del 33% a cierre de 2021, es decir cerca de 400 billones de pesos. De esa cifra, los fondos de capital extranjero han adquirido una participación cada vez mayor. Mientras que en el año 2010 estos apenas acumulaban un 2% de los TES colombianos, para 2021 esa cifra se aproximaba a 25%. Es decir, un peso de cada cuatro pesos en títulos de deuda pública emitidos por el gobierno nacional está a manos de actores extranjeros resultado que ha sido posible, en gran medida, gracias al servicio de los custodios de valores como apoderados de estos inversionistas extranjeros.

Aunado a lo anterior, los fondos extranjeros fueron los segundos mayores compradores de TES en el 2021, con un total de \$98.5 billones de pesos. Como ya se mencionó, este montó representó el 25% del total de TES y solo fue superado por los Fondos de Pensiones y Cesantías que acumularon el 27.5%. Así mismo, los inversionistas extranjeros contaron con una amplia distancia respecto a los bancos comerciales, que contaron con el 15% del total de TES y constituyeron los terceros mayores tenedores en Colombia.



De acuerdo con datos de Asofiduciarias, para diciembre de 2021, la custodia de inversión extranjera de portafolio ascendía a los \$117.7 billones de pesos en activos, cifra que es equivalente al 10% del PIB. Adicionalmente, como se ve en el gráfico mostrado a continuación, el cual mide el acumulado de la inversión extranjera en Colombia desde enero de 2010 hasta diciembre de 2021, ha habido un incremento importante del total de la inversión extranjera de portafolio acumulada.



Con todo lo anterior en mente, se puede afirmar que el incremento sostenido en la inversión extranjera en Colombia refleja, entre otras cosas, la confianza que existe en el manejo de los recursos de inversión en el país. Parte de ese fenómeno se debe a la gestión de las sociedades fiduciarias que desarrollan la actividad de custodia y cuya labor ha sido exitosa en contribuir a la profundización del mercado de capitales y a incrementar el acceso al mismo. De perderse esa confianza, nos veríamos enfrentados a un escenario fiscal mucho más complejo del que tenemos hoy en día. En efecto, de cerrarse la puerta de acceso a fuentes de financiamiento externo, Colombia vería en aprietos el cumplimiento de varias de sus obligaciones presupuestales y estatales. En efecto, si se dejase de percibir esos cerca de 100 billones de pesos que tienen los fondos de capital extranjero en TES, el gobierno colombiano se vería en la necesidad de buscar nuevas fuentes de financiamiento al tiempo que reduce su gasto en diversos frentes. Lo anterior podría redundar en menor inversión en programas sociales y de desarrollo de infraestructura, lo que perjudicaría las perspectivas del país hacia adelante.

Capítulo IV – Logro

Importancia del Mercado de Capitales para los países

- El buen desarrollo del mercado de capitales local permite el crecimiento económico, la financiación de las empresas, la promoción de la innovación, la generación de empleo y la ejecución de programas sociales, a la vez que otorga estabilidad macroeconómica y financiera a un país.
- El mercado de capitales colombiano cuenta aún con baja liquidez y poca profundidad. No obstante, existe un panorama altamente optimista dado el notorio esfuerzo durante los últimos años del sector privado, el marco institucional, las autoridades regulatorias y la comunidad inversionista, para lograr en conjunto un progreso exitoso que impulse el crecimiento y provea de prosperidad.

Importancia de las sociedades fiduciarias y las ventajas de la Inversión Colectiva

- Para el aprovechamiento de las oportunidades de mejora con las que cuenta el mercado de capitales local, las sociedades fiduciarias han jugado un rol fundamental, con un énfasis significativo en la promoción de la inversión colectiva.
- Los esquemas de inversión colectiva presentan beneficios sobre los esquemas individuales como los son: menores costos, mayor diversificación, facilidad de uso por asesoría personalizada y manejo profesional de las inversiones.
- Los modelos de ahorro e inversión colectiva son los que permiten un mayor acceso de las personas a los instrumentos de inversión en un país como Colombia, a la vez que garantizan la gestión más adecuada del riesgo.

Fondos de Inversión Colectiva (FIC)

- Son el principal instrumento de inversión colectiva, cuyos principales atributos son: la gestión profesional; el seguimiento continuo de las inversiones; la diversificación; la separación patrimonial; los resultados colectivos que permiten la disminución de costos; la seguridad y confianza que transmite la obligatoriedad de la actividad de custodia de valores; la información transparente por múltiples mecanismos.
- Los FIC han tenido un crecimiento importante en los últimos años al pasar de representar el 3.4% del PIB en 2009 a ser equivalentes al 9.8% del PIB en 2021. Lo anterior, ha permitido agregar enorme dinamismo y profundidad al mercado de capitales local. Además, han aumentado de gran forma el número de inversionistas y han ganado gran participación entre las distintas formas de ahorro e inversión, encaminándose así a ser el principal instrumento en el país.

Custodia de valores

- La custodia de valores ha tenido un rol vital en la eficiencia del mercado de valores, en la construcción de confianza para los clientes y en la atracción de inversión tanto local como extranjera.

Inversión Extranjera

- La presencia de inversionistas extranjeros en el mercado de capitales local ha traído una importante diversificación de la base de inversionistas.
- La participación de la inversión extranjera en los TES colombianos ha crecido con el paso del tiempo, pasando del 2% en 2010 al 25% en 2021. La inversión extranjera como proporción de los tenedores de TES locales solo es superada por la participación con la que cuentan los fondos de pensiones y cesantías (27.5%).
- El incremento sostenido en la inversión extranjera en Colombia refleja, entre otras cosas, la confianza que existe en el manejo de los recursos de inversión en el país. De perderse esa confianza, nos veríamos enfrentados a un escenario fiscal mucho más complejo del que tenemos hoy en día y el gobierno colombiano se vería en la necesidad de buscar nuevas fuentes de financiamiento al tiempo que reduce su gasto en diversos frentes.

Conclusiones

A lo largo de este documento, hemos estudiado a fondo el rol de las sociedades fiduciarias en la construcción de infraestructura e inmobiliaria, la seguridad social y el mercado de capitales. Encontramos que, a pesar de que es bajo el nivel de conocimiento entre los ciudadanos sobre estas instituciones de servicios financieros, su presencia es extensa. Desde los proyectos de cuarta y quinta generación y el Programa de Vivienda Gratuita en sus dos versiones hasta la administración de recursos en salud y en pensiones, los agentes clave en cada sector coinciden en algo: su gestión ha sido fundamental para el adecuado desarrollo de cada sector. Efectivamente, para esta investigación sostuvimos conversaciones con los gremios más importantes de la construcción y con agentes de la ADRES y del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y recopilamos información sobre hitos del sector compartidos por algunas fiduciarias afiliadas al gremio. Esas reuniones nos llevaron a concluir, junto con los datos analizados, que la gestión eficiente y transparente de recursos, canalización y fomento de la inversión y el ahorro por parte de las sociedades fiduciarias se traduce en importantes impactos positivos en el bienestar de la población colombiana. Por ejemplo, la ejecución de las vías de 4G ha llevado a la generación de cerca de 40 mil empleos directos e indirectos en 19 departamentos del país. Proyectos que, dicho sea de paso, han impactado positivamente a esas comunidades por medio de una comunicación terrestre más rápida y segura. También tenemos los Programas de Vivienda Gratuita, bajo los cuales más de 100,000 viviendas han sido entregadas subsidiando parcial o totalmente la venta. Todo lo anterior tuvo una participación activa de las fiduciarias, quienes administran los patrimonios autónomos que canalizan los recursos destinados a cada proyecto.

Por el lado de la salud y las pensiones, las fiduciarias han tenido una gestión más que exitosa. En el caso de la salud, su manejo de los recursos derivó en que los excedentes de las subcuentas del FOSYGA pudieron ser destinados al esfuerzo de ampliación de la cobertura del régimen

subsidiado y a la unificación de los Planes Obligatorios en Salud en el 2012. En el frente pensional, nos encontramos con la gestión de recursos por cerca de 50 billones de pesos del FONPET, manejando rentabilidades promedio del 6% en los últimos 10 años. Además, también han fomentado el ahorro a largo plazo y el acceso a la inversión por medio de los Fondos Voluntarios de Pensión.

Aunado a lo anterior, tenemos que las fiduciarias han contribuido a la profundización del mercado de capitales por medio de los Fondos de Inversión Colectiva y la figura de custodia de valores. Esta última, se amplió recientemente a los FVP, dado su éxito en otros activos e inversiones. Por su parte, los FIC de las sociedades fiduciarias han tenido un crecimiento importante en los últimos años, que han pasado de representar 2.4% del PIB en 2007 a cerca de 7% del PIB en 2021, con activos administrados por un valor superior a los 80 billones de pesos. Además, atado a lo anterior está el crecimiento sostenido del número de inversionistas de estos fondos. Mientras que en 2009 el número de inversionistas no superaba los 760 mil, a cierre de 2021 eran más de 1.9 millones de personas. Ese crecimiento evidencia cómo los FIC se han convertido con el paso de los años en un instrumento que amplía y fomenta el acceso de los colombianos a la inversión y al mercado de capitales, para fortalecer su patrimonio y cumplir sus objetivos de vida. Anteriormente, se requería de conocimiento, tiempo y un capital considerable para invertir en el mercado de capitales. Hoy por hoy, con los FIC se puede tener una inversión con un capital relativamente pequeño que antes no se podía materializar.

En esta investigación nos enfocamos en solo tres sectores, pero la participación de las fiduciarias se ha dado en toda la economía. De aquí en adelante, solo queda difundir aún más los beneficios que trae la participación de las fiduciarias en cada frente de la economía, para aprovechar aún más sus vehículos y licencias.

Bibliografía

- 4060, C. (29 de 11 de 2021). *Consejo Nacional de Política Económica y Social*. Obtenido de <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%c3%b3micos/4060.pdf>
- ANI. (Marzo de 2022). *ANISCOPIO*. Obtenido de <https://aniscopio.ani.gov.co/>
- ANIF. (2016). *Estudio sobre Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades*.
- Asobancaria. (2019). *Caracterización del Mercado de Capitales Colombiano: una Perspectiva Integral*.
- Asociación de Fondos Mutuos. (2022). *Informe Anual: cifras a diciembre 2021*. Santiago de Chile.
- Asofiduciarías. (2017). *Preguntas Frecuentes Sobre el Sector Fiduciario*. Bogotá, DC.
- Asofiduciarías. (2019). *Evolución de la Custodia de Valores en Colombia: Hacia una Industria de Servicio de Valores*. Bogotá, DC.
- Autorregulador del Mercado de Valores. (2020). *Guía de Mercados para Asesores Financieros*.
- Conpes. (20 de 08 de 2013). *Consejo Nacional de Política Económica y Social*. Obtenido de 3760: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3760.pdf>
- Cuervo, C. (2018). Colombia: Avid Investors Clash with a Narrow Set of Investment Opportunities. *Research Foundation Briefs*, 40-54.
- Global Reporting Initiative & Bolsa de Valores de Colombia. (2020). *Guía para la Elaboración de Informes ASG para Emisores en Colombia*.
- Maignashca, A. (2016). *Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia*. Asofiduciarías.

Miranda, M. (2018). *Latin American Local Capital Markets*. CFA Institute Research Foundation.

Misión del Mercado de Capitales. (2019). *Recomendación del Mercado de Capitales 2019*.

Muñoz, A., & Sánchez, R. (2020). *Impacto de la Implementación de Criterios ASG sobre el Rendimiento del Inversionista de Renta Variable en Colombia*. Medellín, Colombia: Universidad EAFIT.

The World Bank Group. (2015). *Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth*. Washington, DC.

The World Bank Group. (2020). *Capital Markets Development: A Primer for Policy Makers*. Washington, DC.