

Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA
UNIVERSIDAD DE LA SABANA
Chía - Cundinamarca

**SMALL CAPS COMO BASE FUNDAMENTAL PARA EXPANDIR EL MERCADO DE
VALORES COLOMBIANO**

Presentado por:

JUAN PABLO LUQUE TRUJILLO

JUAN ENRIQUE TAMAYO REYES

UNIVERSIDAD DE LA SABANA

INSTITUTO DE POSGRADOS

ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES

AGOSTO DE 2014

**SMALL CAPS COMO BASE FUNDAMENTAL PARA EXPANDIR EL MERCADO DE
VALORES COLOMBIANO**

Presentado por:

JUAN PABLO LUQUE TRUJILLO

JUAN ENRIQUE TAMAYO REYES

ASESOR:

ANDRES VERNAZZA

UNIVERSIDAD DE LA SABANA

INSTITUTO DE POSGRADOS

ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES

AGOSTO DE 2014

Tabla de contenido

Tabla de ilustraciones	4
Apéndice	5
Introducción	6
Problema de investigación	11
Objetivo general	18
Objetivos específicos	18
Capítulo 1: Marco de referencia	19
1.1 Estado del arte.....	25
1.2 Marco Teórico.....	27
Capítulo 2: Los Small Caps y la incidencia en el mercado bursátil de las economías	31
Capítulo 3: Esquema de promoción de la inversión de fondos bursátiles para aquellos emisores con baja capitalización	40
3.1 Evidencia del cumplimiento de la normatividad por parte del gestor profesional del fondo.....	40
3.2 Elaboración del prospecto y reglamento del fondo.....	42
3.3 Lanzamiento del ETF de Small Caps.....	44
Capítulo 4: Presentación del mecanismo de inversión diversificado	46
4.1 Selección de los activos de renta variable.....	46
4.2. Ponderación del índice.....	49
4.3 Lanzamiento del producto.....	51
4.4 Evidencia empírica.....	52
Conclusiones	55
Referencias	58
Otros recursos	60

Tabla de ilustraciones

Ilustración 1: Evolución de la bancarización en Colombia.....	13
Ilustración 2: Evolución HCOLSEL	20
Ilustración 3: Composición Icolcap	22
Ilustración 4: Rendimiento índice vs. ETF	22
Ilustración 5: Sistema Financiero Colombiano	25
Ilustración 6: Evolución del fondo vs Benchmark España	32
Ilustración 7: Crecimiento de los ETFs en Estados Unidos.....	34
Ilustración 8: Evolución del ETF	35
Ilustración 9: Evolución de los ETFs en Latinoamérica	35
Ilustración 10: Crecimiento global de ETFs	37
Ilustración 11: Canasta actual COLSC	50
Ilustración 12: 1 COLSC = 15 acciones.....	53

Apéndice

La implementación de ETF's en economías desarrolladas ha logrado la expansión de los mercados bursátiles logrando su crecimiento y acceso a una mayor parte de la población. La globalización ha logrado que las economías se integren y sean competitivas entre sí. Es así como Colombia no debe ser ajena a este fenómeno y se espera que con la creación de un producto estructurado como lo es el ETF de Small Caps el acceso a la inversión se incremente. El fin es que los costos transaccionales disminuyan y seamos competitivos no solo en América Latina sino en todo el mundo. También se demostrará la cultura y conocimiento que tienen algunas personas sobre este tipo de productos y su interés sobre si consideran necesario acceder a servicios estructurados como alternativa de inversión que ayude a diversificar los riesgos de los portafolios. Es así como no solo los temas de inversión y finanzas pertenecen a este trabajo, también la educación y culturización son ejes fundamentales para que lo que aquí se propone sea exitoso e ingrese con impulso al mercado colombiano. A lo largo de la investigación se evidenció una falta de diversificación de productos en el mercado local lo que produce el rezago frente a otras economías y su estructura dentro del marco del mercado de capitales. Adicionalmente, fue clara la necesidad por parte de las personas que conforman el mercado bursátil, tanto profesionales como inversionistas, de implementar herramientas adicionales que conlleven a la diversificación de los portafolios. Toda esta necesidad ha sido ratificada recientemente por la creación de nuevos ETFs que han sido lanzados en el mercado colombiano, tales como el HMILA40 y HCOLSEL quienes han sido adicionados a la Bolsa de Valores de Colombia como alternativa de inversión. Es por esto que cabe preguntarse lo siguiente: *¿Es necesario estructurar un vehículo de inversión como un ETF que replique el índice de Small Caps para hacer que el mercado tenga una mayor profundidad y pueda llegar a ser más desarrollado?* Las metodologías en la que se basa la investigación son: exploratorio, descriptivo, explicativo y correlacional. Se desea que con los resultados arrojados por la investigación, se pueda llegar a un producto que sea necesario para el mercado bursátil colombiano, en donde la implementación y uso de este genere retornos a los inversionistas logrando la diversificación de sus portafolios con el fin de maximizarlos disminuyendo así los riesgos.

Introducción

Los mercados financieros mundiales son el resultado de la evolución de la economía de un país, en donde la profundidad de los sectores económicos juega un papel fundamental. Los actores del sistema económico se ven en la necesidad de buscar instrumentos que les permitan tomar decisiones acertadas hacia los sectores en los que desean focalizar sus inversiones. La forma como el mercado canaliza estas inversiones es a través del mercado de capitales, puesto que es el canal que concentra la información sobre en qué invertir y cuáles son los agentes con excesos de liquidez para hacerlo. No obstante, la experiencia internacional ha demostrado que es necesaria la organización del mercado de capitales, no solo en lo relacionado con el ámbito regulatorio, sino con cada uno de los temas que intervienen, dado que esto permite darle un mejor direccionamiento.

Cuando se habla de mercado de capitales, el referente es Estados Unidos, país que posee un mercado desarrollado que ha logrado implementar de manera correcta lo relacionado con las herramientas que permiten acceder a los mercados de valores. En el mercado norteamericano, existen los 3 índices de referencia conformados por el S&P 500, el cual incluye a las 500 empresas líderes de la industria de Estados Unidos. Es un índice ponderado por capitalización de 500 acciones, y está diseñado para medir el rendimiento de la amplia economía norteamericana a través de los cambios en el valor de mercado total de las 500 acciones que representan a todas las principales industrias (Trad. <http://www.bloomberg.com> Recuperado el 19 de diciembre de 2013). Por otra parte, se encuentra el Dow Jones, seguido por el mercado desde el 01 de octubre de 1928, este reúne a las 30 empresas Industriales más importantes de los Estados Unidos. Finalmente, otro de los índices más representativos es el Nasdaq, el cuál reúne a las 100 empresas más significativas del sector de la tecnología y electrónica.

Los anteriores 3 índices permitieron el desarrollo del mercado de valores de los Estados Unidos, logrando que los ojos de los inversionistas se centraran en estos, permitiendo de esta forma su evolución, crecimiento y expansión.

Si bien es cierto que Colombia posee un mercado joven y poco profundo, este ha ido evolucionando poco a poco. Su crecimiento se hizo significativo a partir del año 2000, en donde producto de la unión de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente se crea la actual Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que tal como se informa en el Boletín 67 de la Universidad EAFIT publicado el 21 de septiembre de 2007, la bolsa cumple la labor de ser un mercado

especializado y organizado en donde se realizan transacciones con títulos valores por medio de intermediarios autorizados; ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta.

En línea con el crecimiento que tuvo la Bolsa de Valores Colombiana, fue necesario darle una organización interna en la cual se viera reflejada la evolución que ha tenido y los productos que lo conforman. Nace entonces la necesidad de crear instrumentos financieros que se amolden a la expansión del mercado y es aquí donde se crean los Índices Bursátiles, los cuales son definidos por la Bolsa de Valores de Colombia como indicadores de la evolución de un mercado en función del comportamiento de las cotizaciones de los títulos más representativos. Se compone de un conjunto de instrumentos, acciones o deuda, y busca capturar las características y los movimientos de valor de los activos que lo componen. Es decir, reúne en un solo producto aquellos instrumentos financieros a los que desea expresar y darle un significado, ya sea por volumen de negociación, peso en el mercado, etc. También, es una medida del rendimiento que este conjuntos de activos presenta en un período de tiempo.

El manejo que se le ha dado a Colombia en lo que se refiere a los índices bursátiles es muy reducido. A pesar de que existen en el mercado desde hace más de 10 años, este se ha visto en la necesidad de ir evolucionando con el fin de tener acceso a los mercados internacionales y poder competir en estos. Nacen en primer lugar los 3 índices accionarios representativos del país dentro de los que se destacan el IGBC, COLCAP Y COL20.

Con la recuperación de la confianza en el país en donde el tema de seguridad fue un factor fundamental para que inversionistas locales y extranjeros miraran nuevamente a Colombia, los flujos de inversión iban en aumento cada vez más gracias a dicha recuperación y aumento de confianza. El país retomó la senda de la expansión y crecimiento y esto se vio reflejado en el Mercado de Capitales. Es así como se lanza un ETF como consecuencia de la necesidad de darle mayor relevancia al mercado local y lograr el acceso al mercado internacional. Se crea entonces el primer Fondo Bursátil o ETF incorporado en Colombia y listado en la BVC denominado ICOLCAP, el cual ofrece a los inversionistas dos fuentes de liquidez distintas; en primer lugar, brinda liquidez tradicional, medida por el volumen de negociación de las unidades de participación

en el mercado secundario y en segundo lugar, liquidez generada por la negociación de los valores subyacentes del índice COLCAP.

En términos generales, según “*Preguntas frecuentes sobre el Fondo Bursátil iShares*” (s.f.). Recuperado el 23 de junio de 2013 de <http://co.ishares.com/misc/ishares-colcap-faq.htm> el ETF IColcap trata de obtener resultados de inversión que correspondan al retorno, antes de comisiones y costos del índice COLCAP. Se encuentra constituido por las 20 acciones de mayor representatividad del mercado colombiano, con un precio que resume el valor de dichas acciones. A diferencia de una cartera colectiva, el Fondo Bursátil tiene una gestión pasiva, es líquido, económico, transparente y se puede operar como una acción de la Bolsa de Valores de Colombia. A diferencia de un ADR, el cual representa una sola compañía, el IColcap representa un conjunto de acciones, todas en un solo título negociable en pesos por cualquier inversionista localmente.

Posteriormente, el mercado colombiano lanza en 2013 nuevos índices bursátiles con el fin de ampliar la gama de productos que se ofrece a los inversionistas interesados en el país. Es así como la expansión que está presentando el Mercado Bursátil local refleja la necesidad que tiene el sistema financiero colombiano de ser ampliado, y es aquí donde surge la idea de profundizarlo proponiendo al mercado un ETF que replique el índice COLSC – Small Cap el cual ha mostrado una buena recepción y comportamiento positivo en el mercado desde su lanzamiento en junio de 2013.

La tarea principal de este trabajo es diseñar una alternativa de inversión que replique el índice de Small Caps en Colombia para así tratar de suplir las necesidades de los inversionistas locales e internacionales que ven en Colombia un país emergente con bases sólidas para que su crecimiento sea atractivo y estable en el tiempo.

La metodología de la investigación se desarrolló bajo varios métodos; por un lado es parcialmente exploratorio en el sentido que para el mercado de valores como tal no lo es porque existen en otros sectores o replican otros índices, como el IColcap, esto hace que podamos aprender de la experiencia ya plasmada. Por otro lado se considera exploratorio, porque no hay un ETF en el sector de Small Caps dentro del mercado que replique el comportamiento de este tipo de acciones.

Se considera descriptiva porque el comportamiento del ETF replica el de un sector específico que se compone de pequeñas empresas y va enfocada a ciertas personas de un sector de la economía. Además de lo anterior, para poder entender mejor el significado de este producto, la teoría se basa en lo que ya existe que es el ETF de las acciones con mayor capitalización bursátil.

Adicionalmente es explicativo ya que socialmente se puede analizar desde el punto de la capacidad de inversión que tienen los individuos, teniendo en cuenta que un gran grupo de estos toman estas inversiones como un ahorro a largo plazo mejorando su calidad de vida en el futuro.

Por ultimo podemos decir que es correlacional ya que todas las variables económicas afectan de una forma directa e indirecta el comportamiento de dicho ETF. Es así como el fin de cada una de las metodologías aplicadas en el presente trabajo se basa en replicar el icolcap para el índice de Small Caps de la bolsa colombiana.

La metodología se basó en la recolección de fuentes primarias y secundarias las cuales cumplieron una tarea importante puesto que ayudaron a dar respuesta a las necesidades básicas de los inversionistas. Las fuentes primarias fueron abordadas por profesionales y participantes directos del mercado de capitales los cuales ayudaron a identificar las necesidades principales que padece el mercado bursátil local.

Por otra parte, las fuentes en las cuales se basa la presente investigación, son secundarias, ya que se encuentran relacionadas directamente con el sistema financiero de Colombia, teniendo estas acceso público; dichas fuentes, son la Bolsa de Valores de Colombia con las publicaciones y boletines, Fondos Bursátiles como el iColcap bajo la administración de BlackRock, Índices bursátiles colombianos, como el Colcap, Colsc y Colir, teorías basadas en la estructuración de portafolios como la teoría de diversificación de portafolios de Harry Markowitz. Por otra parte están las fuentes primarias que son las encuestas que realizamos tanto a los profesionales de mercado, como a un grupo reducido de inversionistas especializados, los resultados que estas arrojen demostrarán directamente las necesidades básicas de los agentes que participan en el mercado y son quienes informarán sobre la viabilidad de lo que se propone en esta investigación.

El trabajo se desarrolla en el siguiente orden. En primer lugar, encontramos el marco de referencia en el cual se contextualiza el lugar que ocupa el mercado de valores colombiano frente a otros y la incidencia que ha tenido su evolución dentro de la economía. Por otra parte, por el lado del marco teórico, se da a conocer cuáles han sido las teorías base y más importantes de las finanzas que han conllevado a la necesidad de diversificación y aplicación de estas para cada uno de los portafolios de los inversionistas, es así como Markowitz, William Sharpe, Gordon, Modigliani y Jeffrey forman parte fundamental de las teorías de este aparte. Posteriormente se hablará del estado del arte y de la importancia que algunos profesionales le han dado al tema de Small Caps. El website Zacks es uno de los pioneros en desarrollar este tema en América Latina dando alcance a la necesidad y a los buenos resultados que podría arrojar la implementación de este tipo de producto en los mercados bursátiles. Dentro del mismo capítulo se hablara sobre el marco conceptual, dentro del cual se definirán las teorías más relevantes de las finanzas. En el segundo capítulo se determinará por que los Small Caps han ayudado al desarrollo de algunas economías a través del mercado bursátil y se identificarán las ventajas que pueden generar para Colombia. Posteriormente, en la tercera parte se establecerá un esquema para promover la inversión en aquellas acciones que poseen una baja capitalización bursátil y se dará a conocer muy detalladamente dicho producto.

En la cuarta parte el vehículo de inversión se establecerá replicado y por último se presentarán las conclusiones las cuales darán a conocer si lo propuesto en este trabajo es viable y si se cumple el objetivo general de la investigación.

Problema de investigación

En el último año el Mercado de Valores colombiano ha presentado una serie de cambios producto de la poca diversificación que el mercado local les brinda a los inversionistas. Es así como en el 2013 se crea una nueva familia de índices denominados, Coleqty y Small Cap Colombia (Colsc). El primero de ellos, conformado por las 40 acciones con mayor capitalización bursátil y el Small Cap Colombia lo conforman acciones de 15 emisores con menor capitalización.

Con el aumento de los flujos de inversión de los países desarrollados hacia los emergentes, la mirada de los inversores se ha centrado en países latinoamericanos, entre ellos Colombia. Dado el auge y la necesidad de desarrollar el sistema financiero colombiano, el fin es diversificar las alternativas de inversión ofrecidas a los actores del mercado bursátil en el país para así mantener atractivo el sistema financiero local con el fin de que cada vez más se desarrolle y profundice. Es por esto que se hace necesaria la implementación de nuevas herramientas que permitan a los inversionistas locales y extranjeros invertir en el país, ya que al existir una mayor cantidad de productos que ofrecer en el mercado, el país seguirá siendo atractivo para los flujos de capitales del exterior.

El Mercado de Valores colombiano está concentrado en 20 emisores, los cuales son los más líquidos y los de mayor capitalización bursátil. Si un inversionista está interesado en conformar un portafolio con emisores de baja capitalización bursátil, corre un alto riesgo al invertir en este ya que por el bajo volumen de negociación que maneja, no es posible en la mayoría de los casos realizar una adecuada gestión. Es por esto que nace la necesidad de brindarles a todos los inversionistas una herramienta que les permita acceder a las acciones con las características de Small Caps sin incurrir en los riesgos propios de este tipo de acciones. Así, el mercado crece y las alternativas de inversión se diversifican volviéndose atractivas.

Por otra parte, el tema de la educación financiera en Colombia es un vacío que genera dificultades para el desarrollo de la economía del país. Además del reto que se tiene en lo referente al tema de la bancarización, el conocimiento sobre el mercado de acciones no se debe dejar atrás. Es importante que el acceso de la población a este mercado crezca, pero para esto se necesitan políticas que permitan la popularización de dicho mercado, con el fin de que las personas lo visualicen como un vehículo que genere mejores retornos para sus inversiones.

Tal como se definió en la última conferencia realizada en París en noviembre de 2013 sobre Educación Financiera Avanzada, la cual fue patrocinada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Centro de Educación Financiera Global y por la Red Internacional para la Educación Financiera, Colombia debe seguir los puntos discutidos en esta para cumplir el reto que conlleve a un mayor conocimiento sobre el mercado bursátil.

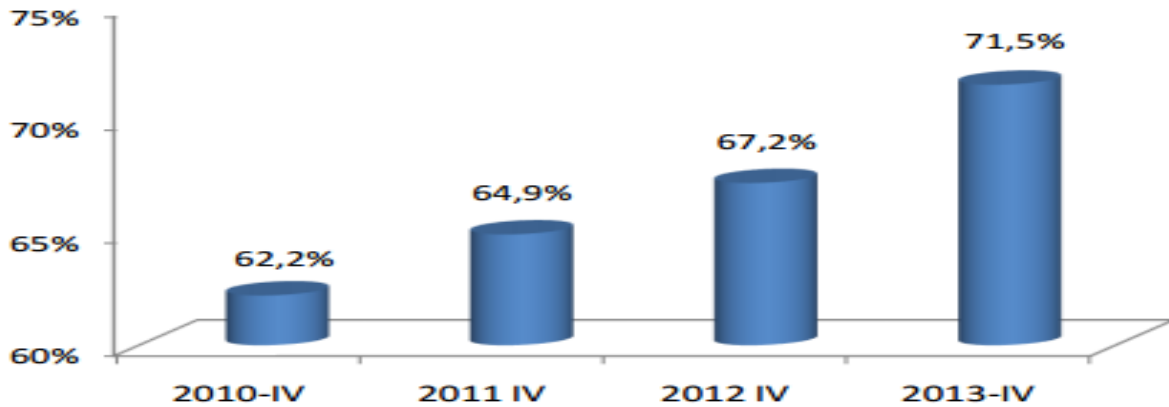
Para contrarrestar el problema ocasionado por la no popularización del mercado de capitales colombiano, Manuel Cabeza en su artículo “La educación financiera, eje fundamental del desarrollo de un país” expone que en primer lugar se deben identificar los grupos vulnerables para así desarrollar una estrategia nacional de educación en finanzas y formular políticas válidas de actuación; los jóvenes y mujeres son un foco importante de atención. El segundo punto, es el de estudiar la influencia de las instituciones en la conducta del consumidor financiero el cual está sometido a su conocimiento de los mercados, sus actitudes, motivaciones y el ambiente en el que vive. En tercer lugar, se deben generar ideas innovadoras en los diferentes campos de la educación. Este punto es muy importante ya que proponen que es mejor aplicar pensamientos innovadores debido a que para el Estado es muy costoso atender todas las necesidades. Por otra parte, se afirma también que los programas de educación que usan medios masivos como las redes sociales, son efectivos para cambiar las conductas del consumidor. Finalmente, como cuarto punto se trató el tema de cómo trasladar la investigación a políticas concretas y a la práctica. Se propuso que combinar la práctica e investigación puede ayudar a identificar programas capaces de mejorar los resultados.

Ilustración 1: Evolución de la bancarización en Colombia

Cuadro 1: Bancarización en cifras

	Personas con al menos un producto financiero	Indicador de bancarización
2010-IV	18.558.773	62,2%
2011-IV	19.744.908	64,9%
2012-IV	20.827.472	67,2%
2013-IV	22.593.356	71,5%

Gráfica 1: Evolución anual del indicador de bancarización



Fuente: Asobancaria

Si bien es cierto que en el último trimestre de 2013 la bancarización en Colombia tuvo un crecimiento importante, el porcentaje sobre el total de la población con acceso y conocimiento a los productos financieros básicos es muy reducido. Basados en las necesidades de la población colombiana en cuanto a la participación que se tiene en el mercado bursátil y del acceso a los productos financieros básicos, tener en cuenta los puntos acordados en París puede ayudar a que se fomenten ideas innovadoras que permitan el desarrollo del sistema financiero como tal, al igual que el conocimiento de las personas sobre el mercado de capitales local e internacional.

Por otra parte, Diego Galván, Vice president Business Development de *Horizons Exchange Traded Funds*, en entrevista realizada afirmó que Colombia vs. La región latinoamericana es ilíquida y poco profunda puesto que dicho mercado es el cuarto de la región encontrándose por detrás de Brasil, México, y Chile. Afirma igualmente que en el país existe un alto porcentaje de compañías familiares las cuales no buscan ni tienen la intención de abrirse al mercado bursátil a

diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos en donde una vez creada una compañía lo primero que busca es ser registrada en bolsa. Galván menciona que en el país no existen suficientes emisores y que algunas trabas operativas como lo es el mecanismo de préstamo de valores para irse en corto lo cual es imposible en el país produciendo así la poca diversificación y liquidez que tiene el mercado. Por lo tanto concluye que si bien es cierto que en Colombia existen los recursos suficientes para ayudar a generar una importante evolución dentro del sistema financiero colombiano, la falta de educación financiera tanto para los emisores como para los accionistas debería incrementar.

Por lo anterior y para responder a las necesidades que trae el mercado bursátil colombiano de pequeños capitales dentro de los cuales se encuentran las acciones de baja capitalización bursátil y debido al crecimiento mundial y la globalización, las cuales generan altos grados de competitividad y obliga a las economías a desarrollarse cada vez más, surge el interrogante de investigación: *¿Es necesario estructurar un vehículo de inversión como un ETF que replique el índice de Small Caps para hacer que el mercado tenga una mayor profundidad y pueda llegar a ser más desarrollado?*

Por tanto el propósito de la investigación será presentar al mercado un ETF que replique el Small Cap para que los diferentes inversionistas tengan la posibilidad de tener una diversificación en las compañías que componen este índice con el fin de ayudar a disminuir los costos transaccionales facilitando la administración de portafolios con este producto.

Los Sistemas Financieros se han visto en la necesidad de brindarles a los inversionistas diversas alternativas de inversión que satisfaga sus necesidades. La idea de ofrecer un ETF que replique el índice bursátil de las Small Cap, facilitaría en el mercado la compra de acciones de las compañías que componen este índice ya que hacerlo de forma individual es más complejo, dadas las características de baja liquidez del mercado colombiano, y adicionalmente es mucho más costoso para el inversionista. Por otro lado, es muy importante tener en cuenta que la compra de un solo “título” permite que el seguimiento a una inversión sea más sencillo.

Es importante resaltar que además de existir un vacío en el tema de diversificación de portafolios, en el país el mercado financiero no es popularizado. La inclusión de toda la sociedad civil a este sistema en general y al bursátil, en particular, es reducida y solo aquellos que tienen los recursos suficientes para entrar a participar en el mercado de forma activa, lo logran.

La falta de participación proviene de necesidades básicas del país en donde temas como la educación entran a formar parte del por qué en Colombia el acceso a los mercados sigue siendo limitado, lo que conlleva a que su crecimiento sea lento. En el país faltan políticas que permitan que el conocimiento del Sistema Financiero aumente; que el incentivo de conocer este, sea mucho mayor y, que el futuro sea prometedor para el mercado bursátil; que sea una fuente recurrente de ingresos y que cada vez más los ojos de los inversionistas de todo el mundo se centren en el mercado nacional.

La imposibilidad de lograr mercados de capitales desarrollados y eficientes puede tener consecuencias importantes: la evidencia empírica sugiere que el desarrollo financiero no solo está correlacionado con una economía saludable; este efectivamente ocasiona crecimiento económico y tiene un impacto positivo en el alivio de la pobreza y en la distribución del ingreso. Por consiguiente, una mejor comprensión de los motivadores del desarrollo del mercado de capitales y de las razones para la falla percibida en los esfuerzos de reforma en muchas economías emergentes, puede constituir una guía útil para los hacedores de política (De La Torre & Schnukler 2007). Este análisis confirma la hipótesis de que el perfeccionamiento de un mercado de valores va más allá del crecimiento económico de un país. Un adecuado desarrollo del mercado a través de diversas vías de inversión, produce efectos en toda una nación, la sociedad, sectores económicos y políticas en donde el resultado es el de presentar mayor auge y crecimiento.

Por otra parte, con el avance en las tecnologías de la información, el crecimiento de la demanda de acciones y la globalización e integración de las finanzas y mercados internacionales, ha traído como consecuencia que los diversos agentes económicos busquen crear mayor espacio dentro de los mercados con el fin de ofrecer una variedad de productos que cumplan con los requisitos de los inversionistas.

La disminución del riesgo a través de la diversificación es otro mecanismo a través del cual el desarrollo financiero puede afectar el crecimiento positivamente.

Los intermediarios financieros pueden ayudar a los inversores a mitigar el riesgo asociado con proyectos individuales, proporcionando los mecanismos para la negociación, agrupación y diversificación de riesgos. Es cierto que los inversionistas procuran aminorar la volatilidad y a pesar de esto los proyectos con mayor rentabilidad tienden a ser los más riesgosos. Al hacer más fácil para un inversionista diversificar el riesgo y asignarlo a aquellos que estén dispuestos a asumirlo, los intermediarios financieros pueden inducir un desplazamiento del portafolio, hacia proyectos de mayor retorno y volatilidad, alterando así la asignación de recursos y aumentando el crecimiento de largo plazo (De La Torre & Schmukler - 2007).

Este análisis propuesto por el Banco Mundial, confirma cada vez más que el fin de las inversiones es mitigar riesgos y disminuir costos aprovechando todas las oportunidades que existan en el mercado.

Bolsas y Mercados Españoles (BME – febrero 2008) en su presentación denominada *índices: los reyes de los mercados*, se afirma que es justo reconocer su destacado protagonismo en el desarrollo de los mercados y el sistema financiero, que el entorno global de las finanzas internacionales, ha convertido a los índices bursátiles en instrumentos de competencia para los mercados domésticos. Además de ser un medidor de la solidez de las empresas que cotizan en bolsa, pueden ser usados como argumento de competencia por los principales intervinientes de los mercados: inversionistas, emisores e intermediarios de bolsas. Igualmente, constituyen una base para identificar la percepción del mercado frente al comportamiento de las empresas y de las economías, y son utilizados para gestionar profesionalmente los portafolios, realizar una gestión de riesgos de mercados eficientes y ofrecer nuevos productos, tales como notas estructuradas, fondos bursátiles y derivados sobre índices.

Finalmente, el incremento en el país de las constituciones de pequeñas y medianas empresas que tienen potencial de crecimiento, puede ser un factor importante de auge y desarrollo para estas que no poseen los mismos recursos para financiarse y desarrollar su actividad económica principal. Así como muchos países crean nuevos índices en donde incluyen diversos sectores económicos, Colombia debe entrar con fuerza a desarrollarlo, pero manteniendo una adecuada gestión de riesgos con el fin de cumplir con las expectativas de los inversionistas. Es así como se

hace necesaria la implementación de un ETF que replique el comportamiento del índice Small Cap, ya que por la coyuntura que se está viviendo a raíz de la globalización, es importante crear nuevos productos que atraigan nuevos inversionistas y esto es lo que necesita el mercado de valores colombiano.

Objetivo general

Diseñar una alternativa de inversión que replique el índice de Small Caps en Colombia.

Objetivos específicos

- Determinar por qué los Small Caps han ayudado al desarrollo del mercado bursátil de algunas economías e identificar las ventajas que pueden generar para Colombia.
- Establecer un esquema para promover la inversión en aquellos emisores que presentan una baja capitalización bursátil.
- Proveer al inversionista de un mecanismo de inversión diversificado, para que las herramientas a las que se puede acceder en el mercado de valores le permitan generar mayores rendimientos en sus portafolios.

Capítulo 1: Marco de referencia

*Someone is sitting in the shade today
because someone planted a tree a
long time ago.*

-Warren Buffett

El presente capítulo tratará el contexto bajo el cual se encuentra el actual mercado de capitales colombiano dando mayor relevancia a los ETF's, se describe la evolución de estos y su desarrollo bajo la necesidad de expansión y diversificación del mercado. El marco de referencia nos dará una guía para presentar el marco teórico y estado del arte, en donde el primero habla de las teorías que dieron paso a la actual definición de finanzas para posteriormente aterrizarlas en el estado del arte, aparte que resumirá las teorías similares y que han tratado de hablar sobre el mercado colombiano y latinoamericano al igual de las evidencias y efectos que ETF's de Small Caps han dejado en economías emergentes.

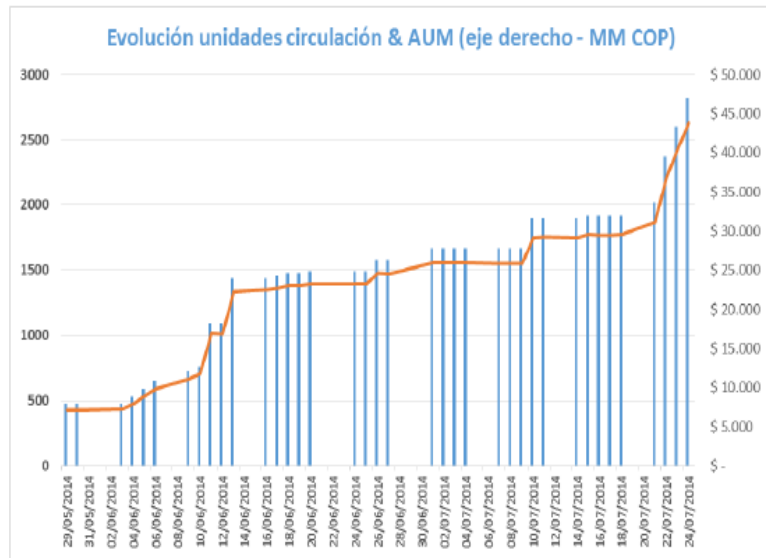
En Colombia, la historia de los ETF se desarrolla con el nacimiento del primer fondo bursátil incorporado en el país. Su nemotécnico es "iColcap" y busca proporcionar a los inversionistas una rentabilidad similar a la del índice COLCAP, descostando las comisiones de gestión y de administración. <http://co.ishares.com>

En 2013, se lanzó el ETF denominado HMILA40 el cual fue listado en la Bolsa de Valores de Colombia. Este buscará rentabilidades en las inversiones comparables en el S&P 40 Mila Index. Este ETF está diseñado para proporcionar a los inversionistas exposición al más grande y líquido mercado accionario del Mercado Integrado (MILA). Se lanzó también en 2014 el Hcolsel, índice que busca obtener resultados de inversión comparables al índice S&P Colombia Select.

Ilustración 2: Evolución HCOLSEL

Información detallada del ETF

Nemotécnico:	HCOLSEL
Valor indicativo intradía:	HCOL
Índice subyacente:	SPCOSLCP
Comisión anual:	0.55% (Máximo)
AUM (COP)	49mil COP ~ 26,4m US\$
Unidades en circulación:	3,100,000
Fecha lanzamiento:	29.05.2014



Fuente: Horizons Exchange Traded Funds

Se observa entonces que en Colombia el incipiente mercado accionario ha ido evolucionando poco a poco con las herramientas disponibles que tiene. Es cierto que nuestro mercado se ha desarrollado únicamente con las acciones que lo mueven, esto quiere decir que los emisores más líquidos, con una mayor capitalización bursátil son los que empiezan a hacer parte de la mayor oferta de productos que realiza el país. Lo anterior se traduce también en que los inversionistas únicamente pueden acceder al mercado de valores adquiriendo productos seguros y que garanticen volúmenes de negociaciones con el fin de mitigar el riesgo y aumentar la rentabilidad. Sin embargo, la oferta de productos debe crecer cada vez más y es aquí donde las acciones con bajo volumen de negociación, es decir, las de menor capitalización bursátil, entran a jugar un papel determinante en el desarrollo del mercado bursátil colombiano.

Las acciones de baja capitalización bursátil en Colombia son muchas. La canasta que conforma el COLCAP es únicamente de 20 acciones, lo que hace diminuto el mercado local nacional. Es así como las acciones de baja liquidez se convierten en atractivas a la hora de pensar en un nuevo instrumento financiero para el mercado. En 2013, se creó el índice COLSC, el cual está compuesto por las 15 acciones de las empresas más pequeñas en capitalización bursátil que hacen parte del COLEQTY, donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies.

La canasta de este índice la componen acciones de Avianca Holdings, Odinsa, Concreto, PFCorficol, Mineros, BVC, Canacol, El Condor, Tablemac, Fabricato, PFCarpak, Valorem, Enka, Coltejer, Pazrio. Si un inversionista decide obtener una participación en cualquiera de estos emisores, corre el riesgo de quedar atrapado en esta por mucho tiempo sin ver que su inversión tome un rumbo positivo. Las acciones de baja liquidez no tienen un fuerte apetito en el mercado y sus expectativas no siempre cumplen la de los inversionistas. Es probable que aquellos que le apuesten a una estrategia con alguno de estos emisores, es porque es alguien capaz de asumir un alto nivel de riesgo al igual que costos operaciones en los que puede incurrir dadas las características propias de estas acciones.

El Mercado de Valores colombiano ha demostrado por sí solo que el papel de estas acciones puede ser más importante. El fin es crear un producto que satisfaga las necesidades de inversión de los agentes del mercado y, que los costos de transacción en los que puedan incurrir sean cada vez menores. Esto, con el fin de ir logrando una mayor diversificación en los portafolios para que cualquier movimiento relevante no se vea afectado significativamente debido a concentraciones en emisores. La creación del COLSC demostró que la bolsa de valores colombiana necesita de estos emisores y que son una alternativa para atraer nuevos inversionistas.

Actualmente, existe un instrumento financiero listado en la Bolsa de Valores de Colombia, denominado iShares Colcap el cual busca proporcionar a los inversionistas una rentabilidad similar a las del índice Colcap, descontando las comisiones de gestión y administración. Este se encuentra constituido por las 20 acciones de mayor representatividad del mercado colombiano, con un precio que resume el valor de dichas acciones. A diferencia de una cartera colectiva, el Fondo Bursátil tiene una gestión pasiva, es líquido, económico, transparente y se puede operar como una acción de la BVC. (En línea <http://co.ishares.com>).

Ilustración 3: Composición Icolcap

Desglose por sectores al 14/02/14

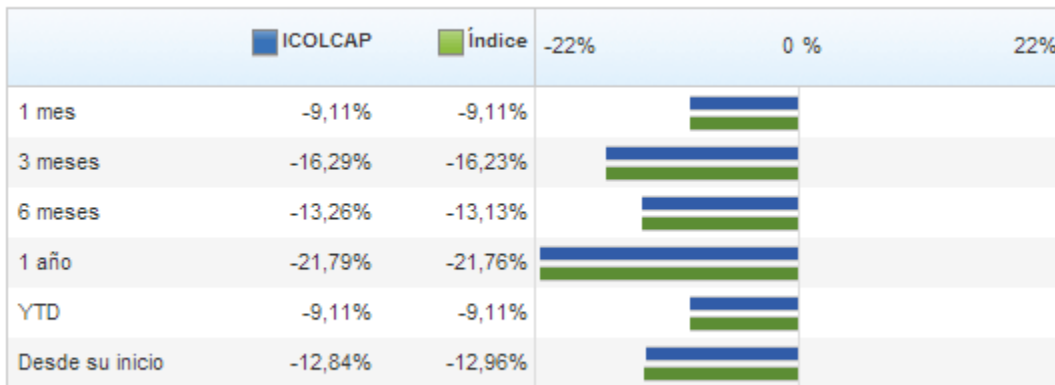


http://co.ishares.com/product_info/fund/overview/ICOLCAP.htm

Ilustración 4: Rendimiento índice vs. ETF

Retorno* al 31/01/14

[Ver detalles del desempeño](#)



Retorno anualizado. Mostrado en COP.

* El cálculo de los retornos del NAV excluye dividendos.

http://co.ishares.com/product_info/fund/overview/ICOLCAP.htm

Los ETF en el mercado, tal como lo expresó Deceval en 2011, implementan una de las siguientes estrategias: 1) modelo de réplica plena, que se enfoca en la replicación e intenta mantener todos los activos subyacentes en la misma proporción que el índice de referencia; 2) modelo de optimización, que consiste en una estrategia de indexación que implica invertir en una muestra representativa de los valores que, en conjunto, tienen un perfil similar al índice de referencia, y por último, mixto o combinación de los anteriores. Por lo tanto, para el manejo del ETF que aquí se propone, la idea es usar el modelo de *Full Replicatorio* réplica plena, ya que por

las propias características de manejar una alta volatilidad y poco volumen de negociación, el riesgo que se asumiría al manejar el modelo de optimización, sería mayor. Es por esto que realizar una muy buena gestión bajo la premisa de mantener todos los activos subyacentes en la misma proporción, arrojaría muy buenos resultados.

En enero de 2011 Investors Relations Colombia (IRC) en su publicación sobre el mercado de valores en Colombia, se enfoca en la evolución del mercado colombiano, en donde se afirma que el desarrollo del mercado de capitales del país viene dado desde finales del siglo XVI e inicios del XVII cuando varias compañías deciden emitir acciones como medio para obtener recursos financieros. Posteriormente, a finales del siglo XX algunos sectores empezaron el proceso de industrialización y se presentó el auge del sector cafetero, lo que permitió mayor movimiento de capitales, y con ello la necesidad de establecer un escenario de negociación.

El informe de IRC afirma que más tarde, en 1928 el Banco de Bogotá, Banco de Colombia y Nacional de Chocolates deciden organizarse en una bolsa de valores para facilitar las transacciones, al igual que la transparencia de las operaciones. Es así como nace la Bolsa de Bogotá con un capital inicial de COP\$20.000. En enero de 1961 nace la bolsa de Medellín con un capital inicial de COP\$522.000 proveniente de la Asociación de corredores de Medellín. A diferencia de la de Bogotá, que tuvo que enfrentar la crisis de 1929, la Bolsa de Medellín tuvo un inicio favorable ya que ocurrió en una época de demarcada expansión demográfica, crecimiento del sector exportador y de la industria colombiana en general. Finalmente, en 1983 se crea la Bolsa de Occidente la cual empieza a manejar volúmenes importantes.

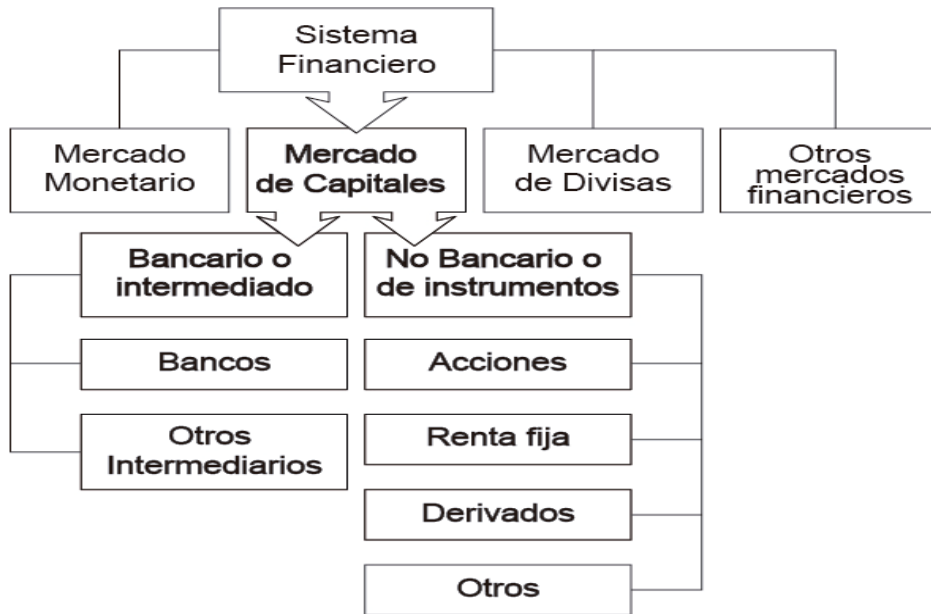
El 03 de julio de 2001, producto de la evidencia de la diferencia en precios en las tres bolsas de valores, el aumento de la creación de gremios empresariales y el aumento de la inseguridad, narcotráfico y violencia, las cuales afectaron negativamente el desempeño de estas, se decide unir las, y producto de esta decisión, nace la actual Bolsa de Valores de Colombia. Hoy en día se encuentra consolidada para administrar los mercados accionarios, cambiario, de derivados y de renta fija; está inscrita al mercado de valores y es una entidad de carácter privado.

Así como lo afirma el documento anteriormente citado de IRC, cada vez más se hacía débil canalizar ahorro del público hacia la inversión; se veía fragmentación en el mercado, una débil presencia institucional, concentración de ingresos en ciertos gremios y competencia entre las

bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente. Se evidencia de esta forma que el mercado de valores tenía que responder a sus propias necesidades y al desarrollo de los mercados nacionales e internacionales. La creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es otra de las consecuencias de la necesidad que presenta el sistema financiero colombiano, y, todos estos procesos conllevan a la decisión de proponer al mercado un nuevo producto financiero que ofrecer a los portafolios de los inversionistas, con lo que se llega así a la propuesta de crear un ETF que replique el comportamiento de las Small Caps en el mercado local.

Tal como se menciona en el documento de BRC Investor (Marzo 2007) “Mercado de Capitales”, el mercado de capitales colombiano es el escenario en el cual se realiza la transferencia de activos y recursos financieros con la intervención de entidades especializadas y en el cual participan los actores principales (oferentes y demandantes). El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos que cumplen la función de asignación y distribución a disposición de una economía, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a inversión. (BRC Investor – 2007. Recuperado el 13 de febrero de 2014 de <http://brc.com.co/notasyanalis/MERCADODECAPITALES.pdf>).

Ilustración 5: Sistema Financiero Colombiano



Fuente: <http://brc.com.co/notasy analisis/MERCADODECAPITALES.pdf>

1.1 Estado del arte

En 2012 el famoso Website Zacks habló sobre los ETF de Small Caps en América Latina. En este documento, se realizó un análisis sobre los mercados emergentes en los cuales la mayoría de los analistas piensan en India y otros países del hemisferio oriental y no tienen en cuenta a Latinoamérica, en especial países que han llamado la atención, como lo son los grupos conformados por los BRICS y PICKS. Se afirma que la inversión en América Latina puede ser una opción rentable para los inversionistas que buscan exposición en el espacio de los mercados emergentes. Las ventajas que posee la región han ocasionado que los inversionistas cambien el foco de sus lugares en los que invierten. Todo este proceso ha resultado en un aumento de flujos de capital extranjero en forma de inversiones directas en América Latina. El crecimiento económico por encima de la media de la región, gracias a la creciente población de clase media que lleva a un aumento del consumo y de políticas económicas favorables, son aspectos positivos para los inversionistas.

Sin embargo, se menciona en el análisis, que la región de América Latina depende del entorno económico mundial, especialmente teniendo en cuenta su fuerte enfoque en las exportaciones a otros países.

El artículo publicado por Zacks “Time for the Latin American Small Cap ETF?” propone a los inversionistas que buscan un incremento en sus inversiones, un producto arriesgado, pero con un potencial muy atractivo. Este es el Market Vectors Latin America Small Cap ETF lanzado en abril de 2010, el cual busca exposición a las pequeñas empresas de la región.

No obstante, otro foco importante y de gran potencial de crecimiento son los denominados PICKS, el cual es un grupo de países conformado por Perú, Indonesia, Colombia y Corea. Por un lado, se afirma en el website que la economía peruana ha venido creciendo a una tasa promedio del 6,4% desde 2002; es uno de los principales productores de oro y plata en el mundo. Sus principales exportaciones son el cobre, zinc y textiles al igual que posee socios comerciales importantes como Estados Unidos, China, Brasil y Chile. Se recomienda que los inversionistas deban considerar MSCI Perú Capped Index Fund. Por otra parte, Indonesia fue uno de los pocos países que tuvo un desempeño positivo en el mercado de valores en 2011. El crecimiento de la economía oscila entre el 6% y el crecimiento de esta depende menos del comportamiento global. La inversión extranjera directa aumenta en línea con la meta del gobierno y la calificación del país ha ido mejorando. En Indonesia, existen los índices Market Vectors Indonesia Index ETF y el Fondo iShares MSCI Indonesia Investable Market Index Fund.

Como se mencionó anteriormente, en Colombia la economía se está reformando gracias a que el entorno de seguridad ha mejorado; los acuerdos comerciales con otros países van en aumento y el crecimiento de la economía en general va cada vez mejor. Finalmente, por el lado de Corea del Sur, es uno de los países de más rápido crecimiento; en la última década su PIB creció a tasas superiores del 4% y es un país con un gran potencial de crecimiento.

Es así como este estudio realizado por Zacks – “Forget the BRIC ETFs, Focus on the PICKS”, confirma que los ojos de los inversionistas se centran en América Latina y que la implementación de ETFs que repliquen el movimiento de las empresas con baja y mediana capitalización bursátil, pueden llegar a ser un vehículo de inversión que resulte atractivo para los

portafolios de los inversores. Respecto al tema de las Small Caps no hay estudios específicos en Colombia adicionales en los cuales se haya hablado sobre este tema.

1.2 Marco Teórico

En este apartado, se definirán teorías financieras que apoyan el proyecto de investigación en cuanto a la elaboración de la herramienta de inversión que aquí se propone.

Es cierto que dentro de la actividad del mercado de valores es incierto determinar los resultados que una inversión arrojaría. El riesgo y la incertidumbre cumplen un papel fundamental en las decisiones a tomar. Sharpe, Gordon y Jeffery (2003) expresaron en la tercera edición de “Fundamentos de Inversiones” que el problema básico que enfrenta cada inversionista es determinar qué variables riesgosas poseer. Como una cartera está conformada por un grupo de valores, este problema es similar al que enfrenta cada inversionista cuando tiene que seleccionar la cartera óptima entre un conjunto de carteras posibles. Por ello, este problema se conoce como *el problema de la selección de la cartera*; Harry M Markowitz presentó una solución a este problema en 1952 en un documento histórico que se considera el origen de la *teoría moderna de la cartera*.

Un inversionista que desea diversificar su portafolio, se enfrenta al problema de la selección de la cartera propuesta por Markowitz, ya que este empieza con la suposición de que si un inversionista tiene una suma determinada de dinero para invertir, este dinero se invertirá en un período de tiempo específico definido como período de tenencia. Al final de dicho período, el inversionista venderá los valores que compró y utilizará los beneficios para gastos o los reinvertirá en otros valores.

Sharpe y sus compañeros afirman también que para poder tomar una decisión, el inversionista debe estar consciente de que no se puede saber cuáles serán los rendimientos de la inversión. Sin embargo, se podría calcular los rendimientos esperados del período de tenencia de los diversos valores e invertir en el que tenga el rendimiento esperado más alto. Según Markowitz, esta decisión no es generalmente la correcta puesto que el inversionista desea que los rendimientos sean altos al igual que seguros. Así, al buscar maximizar el rendimiento esperado y minimizar la incertidumbre, el inversionista tiene dos objetivos en conflicto. Consecuencia de este conflicto, el

inversionista debe diversificar comprando no solo uno, sino varios valores. Finalmente, el autor afirma que los inversionistas deben basar sus decisiones en rendimientos esperados y desviaciones estándar para así escoger la mejor opción con base en estos dos parámetros. Es decir, que la diversificación es la mejor opción para maximizar las utilidades de los inversionistas por las siguientes razones: “si la función de utilidad se maximiza adecuadamente, cada inversor tiene el potencial para identificar la combinación de retorno esperado más alto y el menor riesgo. Este objetivo se logra mediante la combinación de activos con rendimientos esperados que covaria menos con otros. Los mejores resultados se dan cuando a determinado nivel de riesgo, no hay otras combinaciones de activos que ofrecen mayores rendimientos esperados; con un determinado nivel de riesgo esperado, no hay otras combinaciones de activos que incurran en un menor riesgo. El resultado final de este proceso es una frontera eficiente de los portafolios de riesgo”.

Con la anterior tesis expuesta por Markowitz en 1952, se podría afirmar que las compañías administradoras de ETF, deben llevar dentro de sus portafolios el análisis de esta teoría, en la que el portafolio para ofrecer al público sea aquel determinado por el de la diversificación de los valores con mayor rendimiento y menor riesgo, con el fin de que los participantes del mercado se interesen en este.

Más tarde William Sharpe, basado en la teoría de la cartera expuesta por Markowitz, diseña el Modelo de Valoración de Activos de Capital CAPM en donde en *The Founders of Modern Finance: Their Prize-winning Concepts and 1990 Nobel Lectures*, resume lo expuesto por Sharpe en la cual describe la relación entre riesgo y rendimiento esperado (requerido). En este modelo, el rendimiento esperado de un título es la tasa exenta de riesgos más una prima basada en el riesgo sistemático del título. Con base en el comportamiento de los inversionistas con aversión al riesgo, existe una relación implícita de equilibrio entre el riesgo y el rendimiento esperado para cada valor. Cuando hay un equilibrio en el mercado, se supone que los valores generan un rendimiento esperado equiparable a su riesgo sistemático; es decir, el riesgo imposible de evitar mediante la diversificación. Cuanto mayor sea el riesgo sistemático de un título, más elevado será el rendimiento de un título que los inversionistas esperarán de los títulos. La relación entre el rendimiento esperado y el riesgo sistemático, y la consiguiente valoración de los títulos, es la esencia del modelo de valoración de activos de capital CAPM.

Sharpe también identificó la cartera de mercado, en donde una de las principales características es que cada activo se mantiene en proporción al valor de mercado. En este mundo de las condiciones de equilibrio, el único riesgo que cuenta es el riesgo sistemático, porque todo riesgo residual puede diversificarse.

El mismo artículo sobre el Nobel, expresa como le correspondió a Miller y su compañero Nobel Modigliani mostrarnos cómo valorar las firmas correctamente. Tres ideas importantes se derivan del trabajo: primero, el verdadero objetivo de las empresas debe ser maximizar el bienestar de los accionistas mediante la maximización de su flujo de efectivo, segundo, las decisiones de inversión son independientes de las decisiones de financiamiento, y por último, la política de dividendos de por sí no cuentan mucho. De esto emerge una forma sensata de ver el coste de capital: un costo de oportunidad medido como el rendimiento esperado de los activos de riesgo comparable, que se pueda obtener del CAPM.

Afirman que si el bienestar de los accionistas debe ser maximizado, si la deuda no importa, y si la política de dividendos no cuenta para mucho, lo que debe prevalecer en estos eventos es la hipótesis de los mercados eficientes.

Los mercados deben ser eficientes en el sentido de que no se puede ganar consistentemente rentabilidades anormales utilizando toda la información conocida. Los precios reflejan los flujos de efectivo de las inversiones esperadas de una empresa, con independencia de la forma en que se transmiten a los accionistas. Los precios de las acciones en un mercado eficiente representan para el accionista la maximización de la riqueza si la empresa se compromete con los actuales valores netos positivos.

Por otra parte, existen 2 teorías basadas en el manejo de la renta variable. Por un lado, se encuentra la hipótesis de los Mercados Eficientes, la cual afirma que el precio de cada acción es igual al valor de esta, por lo que ninguna es mejor que otra, lo que justifica una elección aleatoria de cualquier emisor. Esta hipótesis, proviene del principio financiero de la teoría clásica de los precios de los activos. (Money Banking and Financial Markets – Laurence Ball – 2009). Sin embargo, se dificulta seguir esta teoría porque genera ciertas dudas ya que es difícil identificar en el mercado, aquellas acciones que tienen bajo valor y acertar siempre en la que llevará a conformar

un portafolio óptimo en donde la acción refleja el verdadero valor y la información transparente en el mercado.

La hipótesis de los mercados eficientes, es importante ya que en ella los ahorradores se enfrentan a la elección de los fondos mutuos de inversión. Existen dos tipos de fondos: Fondo de Gestión Activa, el cual compra y vende acciones frecuentemente basado en los análisis e investigaciones. Por otra parte, existe el Fondo de Índices, el cual no trata de elegir ciertas acciones; este compra todas las acciones que componen un índice. Aquí, no se trata de evaluar una compañía, solo evalúan cómo está compuesto el índice. Es por esto que este tipo de fondo no mantiene una estrategia activa.

Por esta razón, si los inversionistas creen en la teoría de los mercados eficientes, en donde las acciones reflejan la información completa y transparente de sus emisores, entonces dentro de los fondos mutuos de inversión se escogería el Fondo de Índices, ya que algunos afirman que la elección de unas determinadas acciones no será mejor que el promedio de un índice.

Teóricamente hablando, el desarrollo financiero puede disparar el crecimiento a través de diversos canales. Primero, los intermediarios financieros pueden reducir los costos de adquirir y procesar información, mejorando por consecuencia la asignación de recursos y fomentando el crecimiento. Sin intermediarios, cada inversionista enfrentaría altos costos. Los intermediarios financieros surgen para asumir la labor de investigar las oportunidades de inversión y vender esta información a los inversores.

Capítulo 2: Los Small Caps y la incidencia en el mercado bursátil de las economías

The stock market is a no-called-strike game. You don't have to swing at everything — you can wait for your pitch. The problem when you're a money manager is that your fans keep yelling, 'Swing, you bum!'

-Warren Buffett

En este capítulo, se estudiará detalladamente la evolución que han tenido los índices de Small Caps que cotizan en algunas economías como España, Estados Unidos y Brasil, para lograr capturar la importancia de estas pequeñas compañías y el impacto que han tenido en cada una de las bolsas de valores. Es importante evaluar este tipo de comportamientos puesto que de ser viable el producto en Colombia, este necesita de evidencias para introducir el producto en la bolsa de valores colombiana.

En el 2013, las Small Caps alrededor del mundo tuvieron un comportamiento favorable dentro de las bolsas de valores, muchos se preguntan si para el 2014 dicho comportamiento se repetirá. En el 2013, las empresas de pequeña capitalización, registraron rentabilidades medias del 32,9% frente al 27,4% del MSCI World. Diversos analistas se encuentran positivos con la clase de activos. “Las pequeñas empresas tienden a comportarse bien durante el período de aceleración del ciclo económico y suelen beneficiarse de la mayor actividad de fusiones y adquisiciones, entorno que pensamos que se dará en 2014. Por eso creemos que es un buen momento para que los inversores incrementen sus asignaciones a small caps”, afirma Kevin Barker especialista en renta variable de UBS Global Asset Management.¹

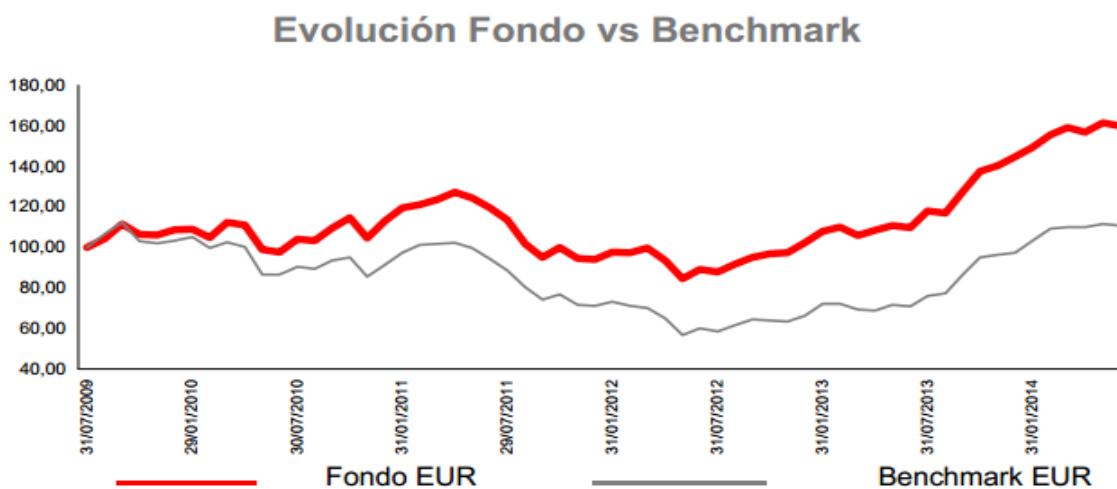
El artículo de *Funds people* publicado en abril de 2014, analiza que en los últimos 15 años la evolución de los MSCI de las pequeñas, medianas y grandes empresas, las small caps han triplicado su valor mientras que las grandes solo lo han duplicado. UBS atribuye este comportamiento a que las empresas de pequeña capitalización crecen más rápido y los índices de

¹ Argumentos a favor de incrementar la exposición a las small caps. Recuperado el 19 de julio de 2014 de <http://www.fundspeople.com/noticias/argumentos-a-favor-de-incrementar-la-exposicion-a-small-caps-135258>

small caps están menos expuestos a los sectores maduros de menor crecimiento. El mismo artículo da a conocer el análisis de Jim Campbell, cogestor de JPM Europe Dynamic Small Cap en J.P. Morgan Asset Management quien asegura que “muchas de las empresas europeas de pequeña capitalización son líderes mundiales. En Europa hay muchos ejemplos y en España se tiene el caso de Grifols o Bankinter”.

En el caso particular de España, un fondo que es de gran relevancia y que ha tenido muy buen comportamiento es el “*Santander Small Caps España, FI*” el cual fue constituido en 2004., el objetivo del fondo es tomar como referencia el índice IBEX Small Caps e IBEX Medium Caps. Dicho fondo invertirá como mínimo el 75% de la exposición total en valores de renta variable de capitalización media/baja. El IBEX Small Caps es un índice que se compone de los 30 valores cotizados de las cuatro bolsas españolas, excluidos los 35 valores que componen el índice IBEX 35 y los 2 valores del índice IBEX MEDIUM CAPS que tengan la mayor capitalización.

Ilustración 6: Evolución del fondo vs Benchmark España



Fuente: <http://www.santanderassetmanagement.es/>

Por otra parte, el mercado más desarrollado y profundo en cuanto a ETF's se trata es Estados Unidos. En la década de los 90's nació producto de la comercialización de este tipo de producto entre Estados Unidos y Canadá. El Standard & Poor's Depository Receipts (SPDRs) fue

el primer ETF en cotizar en un mercado organizado estadounidense (el AMEX), en 1993. Posteriormente se crearon los WEBS (World Equity Benchmark Shares) en el AMEX; primeramente creándose 13 ETFs de país de este tipo. Tras el éxito que reflejaba este vehículo de inversión en EEUU, los ETFs comenzaron a comercializarse en Europa (Alemania, Inglaterra, Suiza y Suecia) en abril del 2000. Actualmente, los ETF's representan el 40% del volumen negociado en las bolsas de EEUU².

En Estados Unidos se tiene el ETF administrado por iShares, el MSCI USA Small Cap UCITS ETF, el cual trata de proporcionar una rentabilidad de su inversión que refleja la rentabilidad del índice MSCI USA Small Cap, el índice de referencia del fondo. El índice de referencia ofrece exposición a valores de renta variable de empresas pequeñas por lo general constituidas en Estados Unidos y cotizadas en la Bolsa de Nueva York, el NASDAQ o la Bolsa de Estados Unidos³.

Por otra parte, opera en Estados Unidos el S&P SmallCap 600 el cual busca replicar el comportamiento de las acciones de baja capitalización bursátil en Estados Unidos. Este índice que fue introducido en el mercado en 1994, está diseñado para replicar las 600 compañías de pequeño tamaño en EEUU⁴.

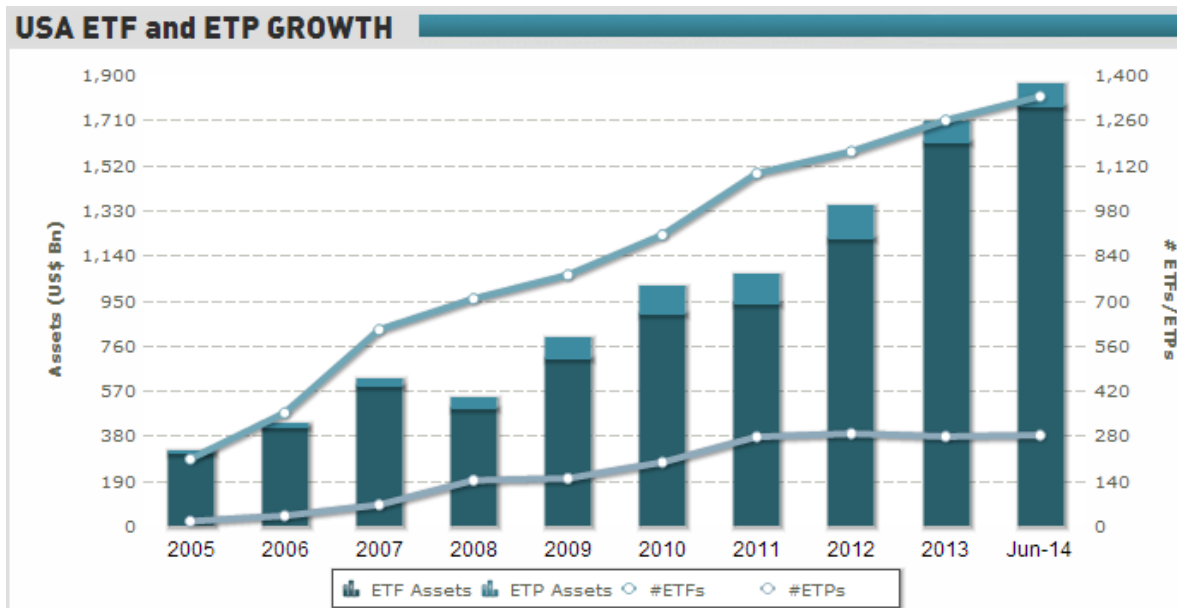
² Patrón, Trujeque Morillas y Prast (2011-2012 11 edición). ETFs: Exchange Trade Funds. Máster en Mercados Financieros de Barcelona School of Management. Recuperado el 19 de agosto de 2014 de

<http://www.barcelonaschoolofmanagement.upf.edu/documents/Tesina-ETF.pdf>

³ iShares MSCI USA Small cap UCITS ETF. Recuperado el 19 de agosto de 2014 de <http://es.ishares.com/es/rc/stream/pdf/false/publish/repository/documents/kiid/kiid-ir-ishvii-ishares-msci-usa-small-cap-ucits-etf-es-ie00b3vwm098-es.pdf;jsessionid=E0FF037F590F45953C084B9CB2A3E081.isharesnet-pea02>

⁴ S&P Dow Jones Indices. McGraw Hill Financial. Recuperado el 19 de agosto de 2014 de <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-600>

Ilustración 7: Crecimiento de los ETFs en Estados Unidos



Fuente: www.etfgi.com

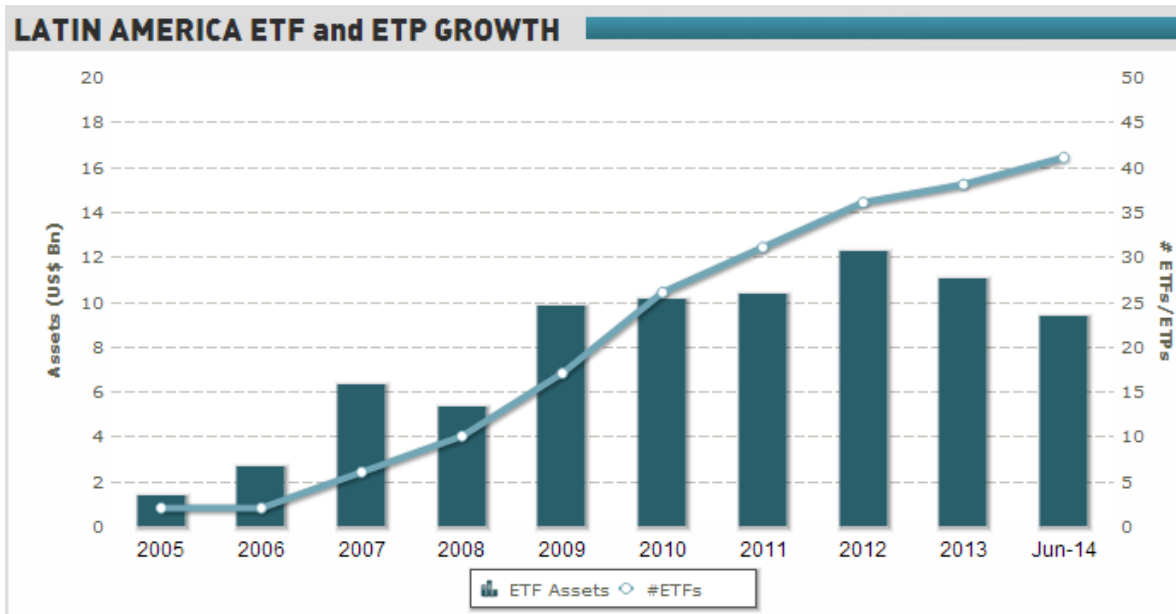
Finalmente, encontramos en Brasil el iShares MSCI Brazil Small-Cap ETF el cual pretende realizar un seguimiento de la inversión resultados de un índice compuesto de pequeña capitalización de acciones brasileñas. El índice ofrece exposición al público de sociedades de pequeña capitalización bursátil que están domiciliadas y que coticen principalmente en Brasil o que generan al menos el 50% de sus ingresos en este país. Recuperado el 19 de agosto de 2014 de <http://www.ishares.com/us/literature/prospectus/p-ishares-msci-brazil-small-cap-etf-8-31.pdf>

Ilustración 8: Evolución del ETF



Fuente: www.ishares.com

Ilustración 9: Evolución de los ETFs en Latinoamérica

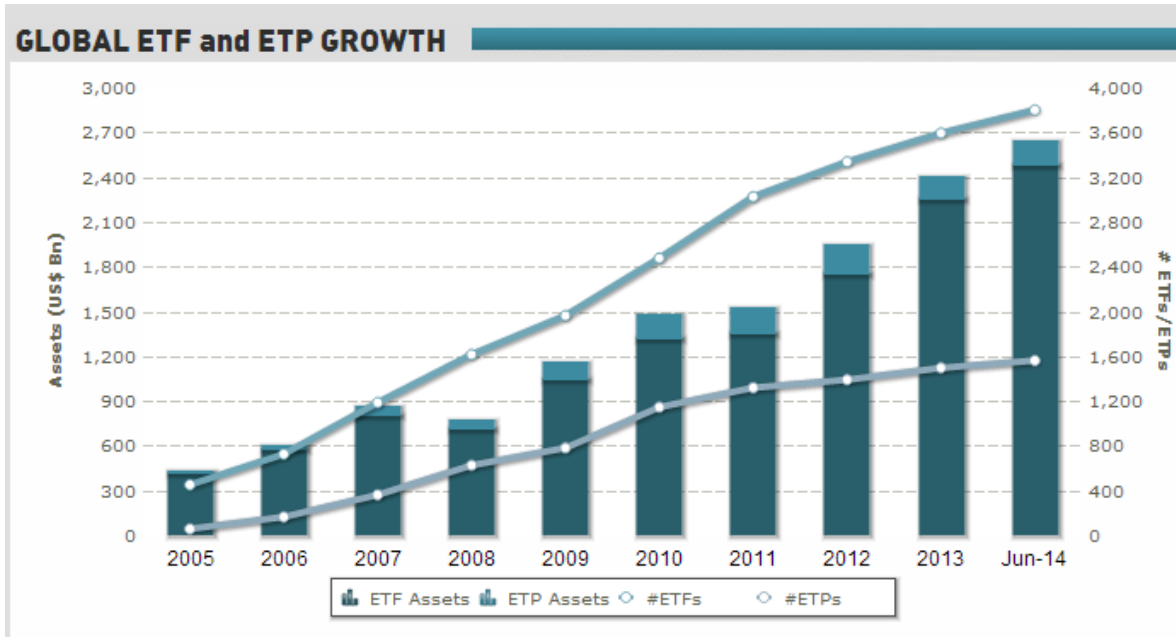


Fuente: www.etfgi.com

La experiencia obtenida por España, Estados Unidos y Brasil en cuanto a la implementación de Small Caps en sus bolsas de valores, demuestran la amplia variedad de productos que el mercado bursátil les ofrece a los inversionistas. Replicar el comportamiento de un índice es una de las maneras más viables de seguir al mercado local, esta herramienta hace que los inversionistas se centren en un ítem específico en este caso es el de las small caps mas no en un solo sector o una sola compañía. Tal como se mencionó anteriormente, las pequeñas compañías que cotizan en bolsa y que son denominadas de baja bursatilidad hacen que su crecimiento sea mucho mayor que las demás cuando la economía se encuentra en auge y crecimiento. Aterrizando el caso en Colombia, sería interesante aprovechar las cifras macroeconómicas actuales que está presentando el país para que se saque un mejor rendimiento a la economía en general, a los inversionistas y mercado de capitales como tal.

Finalmente, a diferencia de los fondos activos, menciona *The Economist* en su artículo “*Will invest for food*” (Mayo 03 de 2014), estos mantienen costos altos y este hecho ha producido que dicha gestión activa esté entrando en un tipo de presión nunca antes visto. Un informe de una importante firma de contadores a nivel mundial, prevé que los fondos de bajos costos duplicarían su participación en la gestión mundial de fondos para el 2020 del 11% al 22%.

Ilustración 10: Crecimiento global de ETFs



Fuente: www.etfgi.com

Se menciona en dicho artículo que existen 3 factores que están impulsando la comercialización de la gestión de estos fondos. Primero, el aumento de ETFs, alrededor de \$2,45 billones de dólares ahora se invierte en estos productos frente a solo 425 mil millones de dólares en 2005. Las tasas promedio de los ETFs son un poco más de 0,25% en donde la mayor parte de la muestra se encuentra en un nivel muy por debajo de este promedio. Si bien es cierto que el sector de los ETFs sigue siendo pequeño frente a su competencia que son la industria de fondos mutuos, esta brecha se ha venido cerrando con el paso de los años. Los ETFs americanos recibieron \$895 billones de dólares de flujos entre 2008 y 2013 en comparación con solo \$403 billones de dólares de los fondos de inversión de gestión activa.

La segunda tendencia, según el artículo de *The Economist* conduce a la comercialización de la gestión del fondo es el aumento de los índices alternativos (beta inteligente). Los índices convencionales ponderan los activos en función de su valor, la ponderación más alta es el que tiene la mayor capitalización de mercado. Esta puede ser la mejor manera de medir cómo está funcionando el mercado en general, pero no es el mejor enfoque para la inversión. Acciones que

se elevan rápidamente en el precio, y por lo tanto se vuelven más caros, obtienen un mayor peso; acciones que caen en el precio, y se ven baratas, tienen una más pequeña. Los inversores que hacen un seguimiento de estos índices acaban de comprar alto y vender bajo.

Para evitar este problema, los índices smart-beta le dan peso a las compañías por sus ventas, beneficios, o incluso la volatilidad. En cierto sentido, se van replicando lo que los administradores activos tratan de hacer, a un costo mucho menor. Aunque algunos descartan esto como una moda pasajera, alrededor de \$ 330 billones de dólares ahora se invierte en fondos smart-beta, cifra que se ha duplicado en el último año.

La tercera tendencia detrás de esta comercialización es el aumento constante de contribuciones definidas de compañías de pensiones. Para la mayoría de los empleadores del siglo 20 ofrecen de prestaciones definidas en las pensiones, que están vinculados a los salarios definitivos de los empleados. Si el régimen de pensiones tenía fondos insuficientes, el empleador estaba obligado a volver a llenar. Esto dio a los empleadores un incentivo para buscar altos retornos de inversión y emplear a gestores activos que cobraban tarifas altas.

Pero en una pensión definida el empleador se limita a hacer contribuciones. El pago se rige por los caprichos del mercado; el empleado lleva todo el riesgo de la inversión. La mayoría de los empleadores ofrecen un fondo definido por defecto (que la mayoría de los empleados optan por) y estos fondos por lo general tienen una gran exposición a bajo costo *index-trackers*: ningún empleador puede ser culpado por optar por fondos de bajo costo. La empresa promedio general británico tiene costos de 0,41% en su esquema de pensiones. Eso no deja mucho margen para los gestores de fondos activos.

Los gobiernos también están presionando a los proveedores de pensiones a optar por fondos de bajo costo. En Gran Bretaña los cargos de pensiones tendrán un tope de 0,75% de un año a partir de abril 2015 como parte de un plan para empujar a la gente a sacar las pensiones privadas, conocidas como la inscripción automática, el gobierno británico estableció un sistema colectivo llamado NEST, con tasas anuales que equivale a sólo el 0,5%. Estas medidas hacen probable que más inversiones fluirán hacia fondos que replican un determinado activo.

Teniendo en cuenta la coyuntura mencionada anteriormente, el total de ETFs listados en las bolsas de Latinoamérica son 41 concentrados en las 4 bolsas principales en donde Brasil y

México tienen la mayor participación de estos. De lo anterior, se puede afirmar que el promedio de este tipo de productos versus los que se encuentran en América Latina son bastante reducidos y los mercados desarrollados le llevan una gran ventaja a ese sector latinoamericano.

Capítulo 3: Esquema de promoción de la inversión de fondos bursátiles para aquellos emisores con baja capitalización

"An investment in knowledge pays the best interest." - Benjamin Franklin

En el presente capítulo se establecerá un esquema para promover la inversión en aquellos emisores que presentan una baja capitalización bursátil, la estrategia es que estos también sean ofrecidos al mercado para que los inversionistas lo usen como una alternativa de inversión. El fin es que el producto de ETF para las acciones con baja capitalización bursátil del mercado colombiano, sea ofrecido a este por medio de una entidad extranjera la cual sería la gestora del fondo mutuo de inversión, la forma en la cual se propone se explicará a continuación.

3.1 Evidencia del cumplimiento de la normatividad por parte del gestor profesional del fondo

Conforme a lo expuesto en el artículo 3.1.15.1.18 del decreto 2555 de 2010, la sociedad administradora puede celebrar un contrato con un gestor profesional el cual se obliga a prestar sus servicios profesionales para el desarrollo y manejo del fondo.

Para que un fondo administrado por una sociedad extranjera opere en Colombia, debe estar sujeto al Decreto 2555 de 2010, el cual el Ministerio de Hacienda y Crédito Público basado en sus funciones de definidor de políticas y medidas relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos que son captados del público, el mercado público de valores y los sectores financieros y asegurador, provee a la sociedad dicho decreto como único del sector financiero en donde este integra en un solo decreto marco las disposiciones vigentes en estas materias. Adicionalmente, debe cumplir con lo expuesto por el decreto que complementó el 2555 de 2020 que fue el decreto 4805 del mismo año.

Según el decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.3.2.3., las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva podrán contratar un gestor extranjero, caso en la cual la responsabilidad en la gestión del portafolio del fondo de inversión colectiva se mantendrá a cargo de la sociedad administradora del mismo. El gestor extranjero debe ser una persona jurídica

constituida fuera del territorio nacional, deberá ser un experto en la administración del portafolio definido y deberá contar con los requisitos de experiencia, idoneidad y solvencia moral.

El gestor de la cartera colectiva deberá cumplir las siguientes obligaciones (artículo 3.1.3.2.4): tener capacidad administrativa e infraestructura tecnológica y operativa suficiente para ejercer la actividad de gestión de portafolios de fondos de inversión colectiva, ejecutar la política del fondo, contar con manuales de control interno gobierno corporativo, entre otros.

Adicionalmente, el decreto 4805 de 2010 se consideró como el que completaba la normatividad del régimen de los fondos mutuos de inversión puesto que se consideró que la tercera parte del decreto 2555 de 2010 era insuficiente para el desarrollo de dicho vehículo por tanto, con el fin de promover el desarrollo y eficiencia del mercado colombiano se hizo necesario el ajuste de la normatividad que se aplica a las carteras colectivas y se implementó entonces la figura de los fondos bursátiles.

En dicho decreto, se encuentra la normatividad a la cual se deben regir las entidades extranjeras que desean tener su ámbito de aplicación en Colombia. El artículo 3.1.15.1.5 del decreto 4805 expone que la unidad de creación del fondo bursátil estará compuesta por algunos o todos los activos que conforman el índice objeto de réplica o seguimiento, teniendo en cuenta su peso o ponderación dentro del mismo. El reglamento del fondo bursátil deberá establecer la metodología para determinar el número de participaciones que equivale a la unidad de creación.

Ámbito de aplicación: los fondos bursátiles solo podrán ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión.

Por otra parte, se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores los valores que emitan las carteras colectivas cerradas, escalonadas y los fondos bursátiles, así como autorizada su oferta pública, una vez la Superintendencia Financiera de Colombia autorice su constitución y el reglamento respectivo. Estos valores podrán ser inscritos en una bolsa de valores, siempre que así lo prevea el reglamento de la cartera colectiva.

Un aspecto importante a destacar del decreto 4805 de 2010 se refiere a la obligación de adquirir a través de oferta pública de adquisición, no es aplicable a los fondos bursátiles.

Las obligaciones de la Sociedad Administradora, del Gestor Profesional y miembros del Comité de Inversiones son de medio y no de resultado y por lo tanto no pueden garantizar retornos a los inversionistas.

3.2 Elaboración del prospecto y reglamento del fondo

De acuerdo al artículo 3.1.1.9.5. Cada fondo mutuo de inversión debe contar con un reglamento cuyo contenido se encontrará definido por la Superintendencia Financiera de Colombia y debe y debe incluir por lo menos lo siguiente:

1. *Aspectos generales:* Nombre completo, número de identificación y domicilio principal de la sociedad administradora, nombre del fondo de inversión colectiva, término de duración del fondo, sede principal donde se gestiona, naturaleza del patrimonio independiente, forma de constitución extensión, monto mínimo de suscriptores y de aportes requeridos por el fondo para iniciar operaciones y si es el caso monto máximo de recursos que podrá recibir el fondo.
2. *Política de inversión del fondo, descripción del perfil de riesgo, definición de funciones y conformación del comité de inversiones.*
3. *Mecanismo de seguimiento y control de fondo de inversión colectiva*
4. *Constitución y redención de participaciones:* procedimiento para la constitución y redenciones de las participaciones, monto mínimo requerido para la vinculación y permanencia en el fondo de inversión colectiva y el plazo para los desembolsos; bolsa de valores en la cual inscribirá las participaciones, etc.
5. *Relación de los gastos a cargo del fondo*
6. *Facultades, derechos y obligaciones de la sociedad administradora*
7. *Mecanismos de revelación de información*
8. *Causales y procedimiento para la liquidación del fondo*

Por otro lado, también es necesario implementar la figura del prospecto el cual deberá darse a conocer previamente a la vinculación de los inversionistas y este deberá contener como mínimo:

1. Información general del fondo de inversión colectiva
2. Política de inversión del fondo junto con descripción del perfil de riesgo

3. Información económica donde se incluya la forma, valor y cálculo de la remuneración a pagar a la sociedad administradora, así como la remuneración del gestor externo y en caso de existir dar información sobre los demás gastos que puedan afectar la rentabilidad del fondo.
4. Información operativa del fondo
5. Medios de reporte de información a inversionistas y público en general
6. Identificación de la entidad que actúa como custodio de valores
7. Identificación del gestor externo.

Teniendo en cuenta la normatividad vigente para la aplicación y producción de fondos bursátiles que repliquen el índice de las Small Caps en Colombia, se debe primero realizar la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores para posteriormente enviar el reglamento y prospecto a la Superintendencia Financiera de Colombia para que este sea aprobado y darle vía al gestor profesional y a la sociedad administradora para que puedan gestionar el fondo. Una vez este se encuentre debidamente establecido ante la legislatura colombiana, se procederá a dar a conocer al mercado la forma en que operará en la bolsa de valores colombiana.

El fondo COLSC, se constituirá como un Fondo Bursátil y tiene como objeto la generación, antes de gastos e impuestos, de rendimientos similares al rendimiento del índice COLSC de Small Caps en Colombia. Tal como lo expone el prospecto del iColcap, las unidades de participación del fondo que aquí se propone busca ofrecer a los inversionistas dos fuentes de liquidez distintas: a) liquidez tradicional, medida por el volumen de negociación de las unidades de participación en el mercado secundario, y b) la liquidez generada por la negociación de los valores subyacentes del COLSC.

La Sociedad Administradora y el Gestor Profesional, serán los medios a través de los cuales se obligan a prestar sus servicios profesionales en calidad de Gestor Profesional para el desarrollo y manejo del ETF que replicará el índice de Small Caps en Colombia. El Fondo Bursátil COLSC tendrá como domicilio la ciudad de Bogotá y tendrá una duración equivalente a la de la sociedad administradora.

Es importante aclarar que los resultados económicos tal como lo hace el iColcap obedecen a la evolución de su portafolio y a circunstancias de mercado sobre las cuales la sociedad

administradora y el gestor profesional realizan su gestión, por lo que la Superintendencia Financiera de Colombia no garantiza o avala rendimientos o utilidades.

El objetivo del fondo bursátil es ofrecer a los inversionistas una alternativa de inversión basada en el índice COLSC. Se buscará ofrecer a los inversionistas una opción para comprar o vender una participación en un portafolio compuesto principalmente por acciones en una sola operación, y busca obtener rendimientos de las inversiones que corresponden en general a la evolución antes de gastos e impuestos del índice COLSC de Small Caps en Colombia.

Activos aceptables para invertir:

Serán activos aceptables a invertir: a) acciones que hagan parte del índice COLSC; b) Otras inversiones permitidas; c) ingresos causados y no pagados y d) montos dinerarios.

3.3 Lanzamiento del ETF de Small Caps

Una vez la Superintendencia de vía libre a la aprobación del reglamento y prospecto del Fondo Bursátil, se procederá a determinar la fecha en que será lanzado al mercado local. Cundo se determine que el fondo bursátil cumple todos los requisitos para su constitución y funcionamiento se procederá a lanzarlo en el mercado local. De acuerdo al artículo 3.1.15.1.5. Del decreto 4805 de 2010, las unidades de creación del fondo bursátil estará compuesta por alguno o todos los activos que conforman el índice objeto de réplica o seguimiento, teniendo en cuenta su peso o ponderación dentro del mismo. Por otra parte, la constitución de unidades de creación se realizará cuando los inversionistas transfieran los activos que la conforman. Un aspecto importante a mencionar, es que los fondos bursátiles deberán tener mínimo dos inversionistas y ninguno de estos podrá tener más del 90% del patrimonio del fondo. El fondo tendrá un monto mínimo de 2.600 salarios mínimos legales mensuales vigentes y deberá entrar en operación dentro de los seis meses siguientes a la fecha en que el reglamento sea aprobado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Se tendrá un plazo de 6 meses seguidos para reunir el monto mínimo exigido.

El valor inicial de las unidades de participación será determinado como un factor del índice de manera que exista un precio referenciado al índice. El valor neto del fondo, también conocido como valor de cierre al final del día bursátil se calculará diariamente y estará dado por el monto del valor de pre cierre en el día de operaciones, adicionado en los aportes recibidos y deducidos los retiros, redenciones, anulaciones y retención en la fuente.

El valor de la unidad de participación vigente para un día bursátil estará dado por el valor del pre cierre del fondo dividido entre el número total de Unidades de Participación al inicio del día. El resultado será el del valor de unidad de participación vigente para el día y será aplicable para todas las operaciones realizadas en ese día.

Por todo lo anterior, se puede determinar que por medio de estos 3 pasos en Colombia se puede promover la implementación de un producto financiero que ayude a tratar de diversificar los portafolios de los inversionistas puesto que desde el punto de vista normativo en Colombia no existen barreras a la entrada de inversionistas que quieran implementar en el mercado este tipo de instrumento financiero. El ETF de Small Caps ayudaría a la diversificación y profundidad de los mercados porque son novedosos, revolucionarios y competitivos frente a otros productos del mercado. Desde el punto de vista de los gestores profesionales, mientras estos cumplan con los requisitos mínimos exigidos por la Superintendencia de Colombia pueden entrar a promover este tipo de productos que le daría un toque diferente al mercado local en cuanto a que ayudaría a profundizar su conocimiento, ámbito de aplicación y promovería a otras empresas pequeñas y medianas a pensar en la bolsa de valores como un mecanismo que ayudaría a su crecimiento y expansión.

Capítulo 4: Presentación del mecanismo de inversión diversificado

“Index investing outperforms active management year after year” – Jim Rogers

Según el artículo 3.1.15.1.5 del decreto 2555 de 2010, las unidades de participación tendrán la calidad de valor en los términos del Artículo 2 de la Ley 964 de 2005, quedarán automáticamente inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores y se entenderá automáticamente autorizada su oferta pública. Estarán inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia donde podrán ser negociadas libremente por los inversionistas a través de los sistemas transaccionales de la BVC, por intermedio de cualquier Sociedad Comisionista de Bolsa.

Las unidades de participación estarán desmaterializadas y serán depositadas en Deceval, para su administración y custodia. La canasta del ETF COLSC será publicada cada día bursátil por la sociedad administradora. La canasta es definida por el Gestor Profesional a su discreción, y esta generalmente compuesta en su mayoría por una cantidad de valores que conforman el índice COLSC.

4.1 Selección de los activos de renta variable

La canasta a elegir para replicar el índice COLSC es el conjunto de acciones que deben entregarse como aporte al Fondo para la emisión de las unidades de participación equivalentes a las respectivas unidades de creación. La canasta puede incluir otras inversiones permitidas.

Sin embargo, para la creación del ETF que replique las acciones de baja capitalización bursátil listadas en la Bolsa de Valores Colombia, se planea tomar cada una de las acciones que componen el COLSC y se le dará para el ETF la misma participación que posee cada una de las acciones que lo componen para el índice. El valor del COLSC será igual a la sumatoria del precio de cada acción que conforma la canasta del índice por el peso que tiene dentro de la misma ajustado por un factor de enlace.

$$I(t) = E \sum_{i=1}^n W_i P_i(t)$$

Donde, $I(t)$ = valor del índice en el instante t .

E = Factor de enlace mediante el cual se da continuidad al índice cuando se presente una recomposición de la canasta o en caso de darse eventos corporativos que lleven a variaciones en el índice.

t = instante en el cual se calcula el valor del índice.

$i = 1, 2, \dots, n$ acciones que componen el índice.

n = número de acciones en el índice en el instante t .

W_i = Ponderador de la acción i en el instante t .

P_i = Precio de la acción i en el instante t .

De acuerdo a la Bolsa de Valores de Colombia en su artículo “Metodología para el cálculo del índice COLSC” (2013), la recomposición del índice consiste en la selección de acciones que conformarán la canasta de acciones del índice durante el siguiente semestre. En dicho proceso se determinará también la participación en el índice de cada acción seleccionada para el siguiente semestre. La recomposición del índice COLSC se realizará después del cierre del mercado, el último día hábil de los meses de enero y julio y la canasta estará vigente por todo un semestre. Cabe destacar que la canasta está compuesta por 15 acciones pero esta condición se puede ver modificada ante la ocurrencia de eventos corporativos. La canasta definitiva de acciones será publicada el día anterior a su entrada en vigencia. La participación máxima que puede tener una acción en el índice es de 15%.

En el caso del fondo bursátil, con el fin de poder actualizar la composición semestral del índice, el gestor profesional podrá a su discreción, instruir a la sociedad administradora para que haga uso de sus procedimientos especiales tales como la suspensión en la emisión y/o cancelación de las unidades de participación.

Factor de enlace

Es el número que permite dar continuidad al valor del índice después de aplicar los procesos de recomposición o efectos de eventos corporativos.

El cálculo del factor se hace de la siguiente forma:

$$E = \frac{\textit{Último valor del índice COLSC antes de aplicar el proceso}}{\textit{Valor teórico del índice después de aplicar el proceso}}$$

Donde, Proceso = recomposición o aplicación de evento corporativo.

$$\text{Valor teórico del índice después de aplicar el proceso} = \sum_{i=1}^n Pt * Wi$$

Para determinar la selección de la canasta del ETF de acciones de baja capitalización bursátil, se usan 3 metodologías para seleccionarla. De acuerdo a la Bolsa de Valores de Colombia estos aspectos son el nivel de capitalización de la compañía, liquidez de las acciones o una combinación de estas dos. La definición de que metodología usar depende de la profundización del mercado, por ejemplo:

Por liquidez (bursatilidad): La liquidez se define como la facilidad de comprar o vender una acción en determinado momento a un precio justo. Por lo tanto, al seleccionar la canasta teniendo en cuenta la liquidez, se seleccionan las acciones que más se transan en el mercado. Algunas medidas de liquidez adoptadas por el mercado son: el volumen transado, la rotación, la frecuencia y el número de operaciones, entre otras. Esta última variable es la más utilizada en los mercados menos líquidos.

Capitalización Bursátil: La capitalización bursátil se define como el valor de las empresas a precios de mercado.

Mixta: Tiene en cuenta los dos criterios anteriores de manera conjunta: liquidez y capitalización bursátil. Esta es la metodología más utilizada internacionalmente.

4.2. Ponderación del índice

En el mismo artículo de la Bolsa de Valores de Colombia sobre la metodología para el cálculo del índice, la bolsa define el ponderador como el flotante de cada compañía expresado en miles de millones de acciones. A partir del resultado del ponderador y del precio de cada componente de la canasta se determina el peso de cada acción en el índice. Para el cálculo del flotante, el ponderador del COLSC es igual al flotante de la compañía, el cual se entiende como el número de acciones de la compañía en poder de inversionistas sin interés de control. Este último se entiende como aquel inversionista con una participación menos al 1% de las acciones emitidas o un inversionista institucional.

Flotante de la Compañía

= Acciones en poder de inversionistas institucionales

+ Acciones en poder de inversionistas con participación inferior al 1%

Donde las acciones en poder de inversionistas institucionales es el resultado de tomar los saldos de los fondos de pensiones, aseguradoras y sociedades administradoras de inversión. La información del flotante de cada compañía es suministrada por Deceval para el cálculo de la canasta del COLSC.

Así, el fondo bursátil tendrá la misma participación que tiene el índice COLSC en el mercado de Colombia. La canasta para el segundo semestre de 2014 que compone el índice COLSC es la siguiente:

Ilustración 11: Canasta actual COLSC

COMPOSICION CANASTA COLSC II SEMESTRE 2014							
POSICION	ACCIÓN	PONDERADOR SIN ENLACE	PRECIO 24/07/14	INDICE TEORICO (PONDERADOR* PRECIO)	PONDERADOR POR ENLACE	UNIDADES DE INDICE (PRECIO*PONDERADOR)	PARTICIPACION
1	ODINSA	0,048761163	8.250	402,28	0,0212214545	175,0769996250	15%
2	AVIANCA	0,105446814	3.815	402,28	0,0458917430	175,0769995450	15%
3	CONCRETO	0,229353126	1.535	352,06	0,0998172857	153,2195335495	13,13%
4	BVC	12,31376906	25	304,15	5,3591029177	132,3698420672	11,34%
5	SIE	0,023242072	10.700	248,69	0,0101152339	108,2330027300	9,27%
6	ETB	0,402637231	499	200,92	0,1752326481	87,4410914019	7,49%
7	CANACOL	0,014875287	12.540	186,54	0,0064739067	81,1827900180	6,96%
8	EL CONDOR	0,121346893	1.495	181,41	0,0528116522	78,9534200390	6,76%
9	VALOREM	0,267661766	340	91,01	0,1164896745	39,6064893300	3,39%
10	FABRICATO	5,377290832	16,90	90,88	2,3402627462	39,5504404108	3,39%
11	ENKA	5,045769683	11,80	59,54	2,1959806870	25,9125721066	2,22%
12	CARVAJAL	0,022883249	2.500	57,21	0,0099590698	24,8976745000	2,13%
13	MINEROS	0,020180169	2.830	57,11	0,0087826563	24,8549173290	2,13%
14	COLTEJER	0,015208761	1.700	25,85	0,0066190387	11,2523657900	0,96%
15	TABLEMAC	3,056766825	7,18	21,95	1,3303423130	9,5518578073	0,82%
TOTAL				2.681,86		1.167,18	100%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Para ponderar la canasta que usará el índice bursátil replicado, una vez se han elegido las acciones que compondrán dicha canasta, la ponderación determina la importancia de cada acción dentro del índice. Un índice ponderado asigna a las empresas más activas y representativas una mayor importancia relativa. Las principales formas de ponderación son las siguientes:

Capitalización Bursátil: Corresponde al valor total del patrimonio de una empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones.

Capitalización Ajustada: Proporción de la compañía, diferente de lo que se encuentra en manos de inversionistas con interés de control (Flotante).

Liquidez o Rentabilidad: El objetivo de este tipo de herramientas es representar el comportamiento en los precios de las acciones de un índice, dándole un peso a cada especie de acuerdo a sus niveles de liquidez.

Precios: Los Índices de precios radican su metodología de cálculo en la sumatoria aritmética de los precios de las acciones que componen la canasta. Estos índices no son tan comunes y su función es particularmente las mismas descritas en los casos anteriores. (Criterios básicos para la construcción de un índice. Recuperado el 12 de agosto de 2014

de

<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatiles>)

4.3 Lanzamiento del producto

Una vez se apruebe por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia el reglamento emitido por el gestor profesional y por la sociedad administradora, se cuenta con 6 meses a partir del dictamen de la entidad para inscribir ante la Bolsa de Valores el ETF que será lanzado al mercado. Una vez se determine fecha de inscripción y lanzamiento este se hará de acuerdo a la composición del ETF y los precios de referencia del mercado. Si pasan más de 6 meses y la inscripción aún no ha sido realizada ante la bolsa y tampoco hay fecha de presentación y lanzamiento del producto se debe volver a radicar ante la entidad financiera (Superintendencia) el reglamento para que este sea aprobado nuevamente.

De acuerdo a lo publicado en la página de la Bolsa de Valores de Colombia sobre los índices bursátiles, se expresa que un este producto debe contar con las siguientes características:

Completo:

Un índice debe reflejar, para un perfil de riesgo determinado, el universo de oportunidades disponibles para los inversionistas. Entre más completo un índice, más eficientemente representa el universo de activos a seguir. Un índice completo debe proveer la mayor diversificación.

Replicable

El inversionista debe ser capaz de crear un portafolio con parte o la totalidad de los activos que componen el índice, y de esta manera replicar el comportamiento de éste.

Metodología de cálculo clara y ampliamente difundida:

Las reglas que definen un índice deben estar bien definidas, ser claras, transparentes y deben estar disponibles para los inversionistas. Dichas reglas deben contribuir a anticipar el comportamiento del índice, frente a cambios en las condiciones de mercado.

Preciso y con fuentes de datos completas:

Los datos usados en la construcción de índices deben ser precisos, completos y disponibles para terceros.

Bajo nivel de rebalanceo y costos de transacción:

Todos los índices requieren un rebalanceo con el fin de mantener la canasta alineada con la metodología. En general, un menor nivel de rebalanceo implica menores costos transaccionales y facilita el seguimiento del índice.

Teniendo en cuenta las anteriores características, se tiene que el producto que se lanzará al mercado será un fondo que replicará las acciones de baja capitalización bursátil que buscará satisfacer las necesidades de los inversionistas y la diversificación, ampliación y profundización del mercado.

Asimismo, el ETF debe ser lanzado ceñido al prospecto y reglamento tal como se mencionó anteriormente, se debe dar a conocer también el tamaño y con cuánto iniciará, inscribirlo en la bolsa de valores puesto que funciona como una acción.

Según el boletín normativo 025 del 6 de mayo de 2011 de la Bolsa de Valores de Colombia, los requisitos particulares de inscripción de valores extranjeros en el Mercado Global Colombiano, para el caso de los ETFs, los activos administrados por el fondo deberán ser por lo menos de USD 50 millones en el momento en que se solicita el listado, y esto deberá mantenerse durante la vigencia de la inscripción. El monto promedio operado diario, de por lo menos USD 500.000 durante los tres meses previos a la solicitud, en el mercado de origen y/o cotización principal y contar con 3 meses o más de operación en su mercado de origen o cotización principal.

4.4 Evidencia empírica

De acuerdo al cumplimiento de la normatividad, en especial al decreto marco 2555 de 2010 y aquellos que complementan y modifican, sale a relucir a la bolsa colombiana el producto que se ha ofrecido esperando que las expectativas se cumplan y se logre dar un paso en cuanto a la expansión, crecimiento y popularización del mercado local colombiano. Para el monitoreo de la

evolución del ETF, se realizará diariamente un seguimiento al Tracking Error del fondo el cual no podrá ser superior al 5% durante 10 días bursátiles consecutivos. En este orden de ideas nacen aspectos importantes a destacar en cuanto a la aplicación de un ETF para acciones de baja capitalización bursátil y es la de los riesgos que pueden existir para sus inversionistas.

Así, el fondo tendrá las siguientes ventajas:

Ilustración 12: 1 COLSC = 15 acciones

1 ACCIÓN COLSC



ODINSA	AVIANCA	CONCRETO
BVC	SIE	ETB
CANACOL	EL CONDOR	VALOREM
FABRICATO	ENKA	CARVAJAL
MINEROS	COLTEJER	TABLEMAC



15 ACCIONES

Tal como se informa en el reglamento para el iColcap, primer fondo de operación bursátil que operó en Colombia, expresa que la inversión en este tipo de fondos está sujeta a riesgo de inversión, que se deriva de la evolución de los precios de los activos que conforman el portafolio.

Los fondos bursátiles se encuentran expuestos a los siguientes riesgos:

Riesgo Accionario: inversiones en acciones se encuentran sujetas a las percepciones de los mercados, fluctuaciones generales de estos que afectan a todos los emisores en general.

Riesgo de contraparte: posibilidad de incumplimiento de una o varias de las contrapartes con las que el fondo realice operaciones.

Riesgo de emisor: el desempeño del fondo depende del desempeño de las compañías en las que invierte, y un mal desempeño puede generar un impacto negativo sobre la acción y por ende sobre el fondo.

Riesgo de liquidez de las unidades de creación: el fondo usará los ingresos recibidos por dividendos e intereses para pagar los gastos y el monto dinerario de la canasta en las redenciones que se presenten. Sin embargo, puede presentarse un riesgo, que al momento de redimir una unidad de creación, el fondo no cuente con los recursos suficientes para entregar el monto dinerario que haga parte de la canasta el mismo día en que se redima la inversión. Todo esto principalmente porque en la medida en que el monto en efectivo incluye el valor de los dividendos que hayan sido generados en período ex dividendos y estos no hayan sido pagados. En este caso, el inversionista deberá esperar a que el fondo cuente con los recursos necesarios para dicho efecto y dicho tiempo no debe superar los 10 días.

Riesgo operacional: posibilidad de que la sociedad administradora, el gestor profesional y miembros de comité de inversiones, incurran en errores u omisiones que generen una pérdida para el fondo.

En definitiva las ventajas que trae el uso de un fondo bursátil que replique el índice COLSC en Colombia puede llegar a ser muy útil y ventajoso frente a aquellos fondos colectivos comunes que llegan a ser más costosos para los inversionistas. Por otra parte, los riesgos que implica mantener este tipo de inversiones no son distintos a los ya conocidos en otros productos del mercado de capitales.

Conclusiones

El mercado de capitales colombiano es el reflejo de la poca diversificación y profundidad que se tiene de este. Los profesionales del mercado se ven en la necesidad de contar con otras herramientas de trabajo distintas a las que ya existen en el ámbito del sector bursátil colombiano. Por otro lado, los inversionistas a quienes se les van a satisfacer las necesidades de inversión y quienes esperan una rentabilidad de acuerdo a su perfil de riesgo, también sienten la escasez de productos para sus portafolios. La implementación de un ETF que replique el movimiento de las acciones de baja bursatilidad de un mercado ha sido un caso exitoso en otros países como Estados Unidos y Latinoamérica; este producto ha tomado fuerza cada vez más y su profundización e implementación ha ayudado al desarrollo de economías y mercados accionarios alrededor del mundo.

En Colombia el mercado es nuevo, la capitalización bursátil de este se basa en 20 acciones que son las que componen el Colcap. Por tal razón, lo que se busca es brindarle a la economía un producto que ha sido exitoso en Estados Unidos, Europa y algunos países Latinoamericanos puesto que con base en la expansión de los mercados, globalización, competitividad de economías, regiones y mercados, la implementación de un fondo bursátil que replique aquel conjunto de acciones que tienen una baja capitalización bursátil en Colombia podría conllevar al avance del mercado de capitales local. Adicionalmente, la legislatura colombiana da pie para que instrumentos financieros especializados puedan operar en el país puesto que no existen barreras en la normatividad y la flexibilidad de las normas permite que sea fácil traer al mercado colombiano nuevos productos que satisfagan las necesidades del mercado financiero nacional e internacional.

Las economías desarrolladas manejan productos estructurados que ayudan a la diversificación y crecimiento. Dichos productos especializados conllevan a tener una mayor competitividad ante otros sistemas financieros para tratar de lograr un equilibrio entre las economías mundiales. En ese orden de ideas, la historia que actualmente tiene el mercado de valores colombiano permite que se siga escribiendo, con el único objetivo de obtener un crecimiento y profundización robusta, para que aquellas personas que tienen acceso a dicho mercado no se vean limitadas en cuanto a oportunidades, diversificación e instrumentos de inversión y, para las que aún no han optado por tomar al mercado de capitales como una

herramienta que les ayude al ahorro, inversión y a una oportunidad única y económica de diversificación financiera lo hagan teniendo presente los riesgos exclusivos de este tipo de inversiones en donde las ventajas llegan a ser mayores que las desventajas.

Así, la conclusión de la investigación es crear un instrumento financiero con la misma funcionalidad del ICOLCAP pero con el nuevo índice del mercado de valores colombiano COLSC. Lo que se busca es replicar el comportamiento de las acciones que conforman dicho índice para disminuir costos, ser competitivos ante los movimientos de cada una de las acciones que lo componen y brindarles a los inversionistas una alternativa de inversión tal como se ha venido mencionado reiteradamente a lo largo del documento. El fin es entonces no tratar de ganarle al mercado sino implementar un vehículo de inversión que busque ampliar el mercado local.

La economía colombiana cumple un papel importante dentro de la región. Cada vez más el país es atractivo ante la mirada de los inversionistas internacionales los cuales ven en Colombia grandes oportunidades de negocio las cuales aprovechadas de la mejor manera pueden arrojar buenos resultados. Basados en la experiencia internacional, la adecuada educación financiera a emisores e inversionistas, logra la maximización de beneficios y oportunidades para la mayoría de la población de cada país. Este, es un factor fundamental para que toda la población conozca y pueda tener acceso al sistema financiero y así se aprovechan todos los recursos que la economía le brinda a la sociedad. Sobre este tema el trabajo a realizar en Colombia es importante, si bien es cierto que en el país las oportunidades en el desarrollo de algunos sectores económicos cada vez más se potencializa, es transcendental reconocer que la intención de la mayoría de dichos actores dentro de la economía no es el de la expansión de su negocio a través del mercado de capitales y del lanzamiento de estas para que sus compañías sean listadas en bolsa. Sectores como el de la agricultura, carbón y construcción son pioneros en la actual coyuntura de expansión de la economía colombiana y son estos los que pueden ayudar a que el crecimiento de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia aumente significativamente.

Finalmente, vale la pena resaltar que los estudios de instrumentos con acciones de baja capitalización bursátil son incipientes en Colombia y que la participación de este tipo de acciones dentro del mercado es muy baja. Adicionalmente, las investigaciones sobre este tipo de mercados son escasas en el país por lo que estudios adicionales que ayuden a determinar un direccionamiento

más claro hacia dónde encaminar la aplicación de estas acciones no son muchos. Sin embargo, el presente trabajo deja una puerta abierta que más adelante puede ser complementado.

En conclusión, las acciones destacadas por su baja capitalización dentro de sus operaciones diarias según la opinión de expertos, denotan ser un material bruto que si se usa adecuadamente brinda la oportunidad de ser una alternativa de inversión exitosa, la cual si es aprovechada de la mejor manera bajo la dirección de expertos en el tema, pueden llegar a ser la principal alternativa de inversión dentro del mundo de opciones que brinda el mercado bursátil. A pesar de los riesgos inherentes a la actividad accionaria, si estos se saben gestionar, el resultado del lanzamiento a la economía de instrumentos que repliquen el movimiento de acciones de emisores de pequeñas y medianas empresas permite que tanto las mismas compañías como los inversionistas logren beneficiarse mutuamente basados en la promoción y gestión de estos activos. Tal como la experiencia internacional lo ha venido demostrando, expertos han logrado comprobar que en los últimos años la preferencia de estos productos ha venido ganando terreno ante los que siempre han sido utilizados, ya que los de gestión activa tienen mayores costos.

Se espera entonces que lo propuesto ayude a cerrar la brecha que hay en el conocimiento del sector financiero colombiano, que tanto las personas naturales, como las jurídicas, se interesen más por el mercado bursátil y sepan reconocer las ventajas y desventajas que cada producto les brinda a sus preferencias de inversión.

Esperamos que este trabajo se convierta en una base y fuente inicial de investigación para futuros desarrollos de Fondos Bursátiles, buscando el crecimiento de la economía colombiana a través de vehículos de inversión como los ETF.

Referencias

Ball, Laurence (2009). *Money, Banking and Financial Markets*.

Deepthi, Fernando; Klapper Leora; Sulla, Víctor; Viitas; Dimitri (2003). *The global growth of mutual funds*. The World Bank, Development Research group.

De La Torre, Augusto; Schmukler, Sergio (2007). *Mercados de Capitales Emergentes y Globalización: La experiencia de América Latina*. Banco Mundial.

Fabozzi, Frank; Modigliani, Franco. *Capital Markets Institutions and Instruments*. Tercera edición.

Gordon, Alexander; Sharpe, William; Bailey, Jeffery (2003). *Fundamentos de Inversiones: Teoría y práctica*. Pearson Educación.

Kaminsky, Graciela; Lyons, Richard; Schmukler Sergio (2001). *Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An overview*. The World Bank Development, Research group.

Markowitz, Harry; Miller, Melton y Sharpe William. *The Founders of Modern Finance: Their Prize-Winning concepts and 1990 lectures*. The research foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts.

Pedrosa, Mónica (2002). *Los mercados financieros internacionales y su globalización*. Thomson

Van Horne, James; Vachowicz, John. *Fundamentos de Administración Financiera*.

Decreto 2555 de 2010

Decreto 4805 de 2010

Boletín Normativo Bolsa de Valores de Colombia

Circula Única Bolsa de Valores de Colombia

Otros recursos

Galván, Diego. Vice president Business Development de Horizons Exchange Traded Funds (Agosto 13 de 2014). Entrevista sobre la generalización del mercado de valores colombiano.

Argumentos a favor de incrementar la exposición a las small caps. (Abril 2014). Recuperado el 19 de julio de 2014 de <http://www.fundspeople.com/noticias/argumentos-a-favor-de-incrementar-la-exposicion-a-small-caps-135258>

César Augusto Carrillo. ¿Qué son los ETF? (Mayo 2010). Portafolio. Recuperado el 04 de noviembre de 2013 de <http://www.portafolio.co/archivo/documento/CMS-7718298>

Deceval - Mercados ETF (2011) recuperado el 19 de noviembre de 2013 de http://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/Presentaciones/Presentacion_Mercado ETF_mayo62011.pdf

Estructura General de los índices de la Bolsa de Valores de Colombia (Junio 2013). Recuperado el 04 de noviembre de 2013 de http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=772d448f_13f75d73b77_9bf0a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

ETF Database Recuperado el 19 de diciembre de 2013 de <http://etfdb.com>

Index profile information for SPX Recuperado el 19 de diciembre de 2013 de <http://www.bloomberg.com/quote/SPX:IND>

Índices: Los reyes de los mercados (febrero 2008). Recuperado el 20 de junio de 2013 de http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/02/14-31%20Cover%20febrero_172.pdf

IRC Investor Relations Colombia. El Mercado de Valores en Colombia (s.f.). Recuperado el 18 de diciembre de 2013 de http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf

iShares MSCI USA Small cap UCITS ETF. Recuperado el 19 de agosto de 2014 de <http://es.ishares.com/es/rc/stream/pdf/false/publish/repository/documents/kiid/kiid-ir-ishvii-ishares-msci-usa-small-cap-ucits-etf-es-ie00b3vwm098-es.pdf;jsessionid=E0FF037F590F45953C084B9CB2A3E081.isharesnet-pea02>

Manuel Cabeza (s.f.). *La educación financiera, eje fundamental del desarrollo de un país*. Recuperado el 17 de diciembre de 2013 de <http://www.dataifx.com>

Mercado Bursátil. (s.f.). Recuperado el 19 de diciembre de 2013 de <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/ayudadetareas/economia/econo42.htm>

Mercado de Capitales (Marzo 2007). Recuperado el 13 de febrero de 2014 de <http://brc.com.co/notasy analisis/MERCADODECAPITALES.pdf>

Patrón, Trujeque Morillas y Prast (2011-2012 11 edición). ETFs: Exchange Trade Funds. Máster en Mercados Financieros de Barcelona School of Management. Recuperado el 19 de agosto

de 2014 de <http://www.barcelonaschoolofmanagement.upf.edu/documents/Tesina-ETF.pdf>

Preguntas frecuentes sobre el Fondo Bursátil iShares COLCAP (s.f.). Recuperado el 23 de junio de 2013 de <http://co.ishares.com/misc/ishares-colcap-faq.htm>

¿Qué es un índice Bursátil? (s.f.). Recuperado el 20 de junio de 2013 de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatiles?action=dummy>

S&P Dow Jones Indices. McGraw Hill Financial. Recuperado el 19 de agosto de 2014 de <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-600>

Time for the Latin America Small Cap EFF? ZACKS ETF Research (Septiembre de 2012). Recuperado el 19 de diciembre de 2013 de <http://finance.yahoo.com/news/time-latin-american-small-cap-142907638.html>

Universidad EAFIT (Septiembre 21 de 2007 en Boletín 67). Mercado de Capitales. Recuperado el 20 de Junio de 2013 de <http://www.eafit.edu.co>

Will invest for food. (Mayo 2014). Recuperado el 13 de agosto de 2014 de <http://www.economist.com/news/briefing/21601500-books-and-music-investment-industry-being-squeezed-will-invest-food>

<http://www.santanderassetmanagement.es/>

www.etfgi.com

www.asobancaria.com

