

**Retos de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia frente
a las tendencias globales de gestión y distribución**

Armando Alfonso Mejía Corredor

Julián Felipe Mejía Corredor

Trabajo de grado para optar al título de Magíster en Administración Financiera

Asesor:

Ph.D Andrés Mauricio Mora Cuartas

Universidad EAFIT
Maestría en Administración Financiera
Escuela de Economía y Finanzas
Bogotá
2020

Resumen

La importancia de la aplicación de criterios ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo en los procesos de inversión y la digitalización de las actividades de distribución de fondos de inversión, en los mercados internacionales, plantea diversos desafíos para los gestores de estos productos en la próxima década. En Europa y Estados Unidos las gestoras incorporan estas tendencias en sus planes estratégicos, lo cual refleja propósitos claros en sus modelos de negocio, y ello les permite ofrecer productos con enfoque sostenible y con servicios de valor agregado para los inversionistas.

En este trabajo se examinan tendencias internacionales en la gestión y distribución de fondos de inversión, se analiza el avance regulatorio del mercado colombiano y se identifican retos para la industria como pilares estratégicos que pueden considerarse para su desarrollo.

Palabras claves: Fondos de inversión, Mercado de capitales, Innovación, Sostenibilidad.

Abstract

The digitization and relevance that the application of Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) criteria in global financial markets has gained in recent years brings with its multiple challenges for the activity of management and distribution of investment funds. Around the world, financial asset managers consistently move towards transforming these trends into their strategic planes, showing robust developments in the criteria they take into account for their investment processes, and in the design of tools to distribute their products among different segments of investors, responding to their demands and needs.

This work reviews international trends in the management and distribution of investment funds, analyzes the regulatory progress of the Colombian market and identifies challenges for the industry as strategic pillars that can be considered for its development.

Key words: Non-bank Financial Institutions, Sustainable Development, Portfolio Choice, Investment Decisions, Innovation.

Contenido

1. Introducción	7
2. Objetivos	9
3. Tendencias internacionales	10
3.1 Criterios ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG).....	19
3.2 La inversión socialmente responsable (ISR).....	22
3.3 Experiencias de gestores con estrategias ESG	27
3.3.1 La directriz global de <i>BlackRock</i>	28
3.3.2 Goldman Sachs - Estados Unidos	33
3.3.3 Storebrand Asset Management – Noruega	34
3.3.4 <i>Amundi</i> - Francia.....	36
3.3.5 NN Investment Partners - Holanda	37
3.4 Tendencias en distribución de fondos	38
3.4.1 Vanguard- Estados Unidos	44
3.4.2 Open Bank – España.....	45
3.4.3 Allfunds Bank – España.....	46
3.4.4 Self Bank – España	46
3.4.5 BBVA Asset Management – España	48
3.4.6 Privé Technologies - Hong Kong, Asia	49
4. Evolución, retos y oportunidades de la industria de FIC en Colombia	52
4.1 Evolución de la industria	52
4.2 Retos de la industria de FIC.....	57
4.3 Retos en la gestión	60
4.4 Retos en la distribución	63
5. Conclusiones	66
Referencias	70

Lista de gráficos

Gráfico 1. Estructura general de un fondo de inversión.....	10
Gráfico 2. Evolución del volumen de activos de la industria global de fondos.....	11
Gráfico 3. Evolución global del número de fondos	12
Gráfico 4. Evolución del indicador de gastos de la industria de Fondos de Inversión	14
Gráfico 5. Participación de mercado de los ETF vs Fondos de gestión activa en EE.UU	15
Gráfico 6. Tendencias de la industria global de gestión de activos	17
Gráfico 7. Participación de mercado ETF vs Fondos tradicionales.....	18
Gráfico 8. Panorama de riesgos globales	20
Gráfico 9. Panorama de riesgos de la comunidad global de modeladores.....	21
Gráfico 10. Flujo neto de capitales hacia ETF	30
Gráfico 11. Evolución AUM industria de Fondos de Inversión Colectiva	54
Gráfico 12. Composición portafolios industria FIC	57

Lista de tablas

Tabla 1. Evolución de acuerdos internacionales para combatir el cambio climático	23
Tabla 2. Comparativo industrias de fondos de inversión	55
Tabla 3. Categorías de FIC en Colombia	56

1. Introducción

Los Fondos de Inversión Colectiva (en adelante FIC), conocidos internacionalmente como fondos mutuos o fondos de inversión, son productos financieros a través de los cuales una entidad especializada gestiona sumas de dinero y otros activos financieros o no financieros, aportados por múltiples inversionistas, con el propósito de generar rendimientos conforme a lo establecido en sus reglamentos. Tanto la gestión de los recursos, como la distribución de rendimientos, se realizan de manera colectiva y proporcional a la inversión de cada partícipe.

Estos vehículos han demostrado su importancia en la profundización de los mercados de capitales como dinamizadores de la demanda, por la función que desempeñan al canalizar de manera eficiente los recursos de diversos agentes (personas, empresas e instituciones) hacia la financiación de proyectos productivos, rol fundamental de los mercados de capitales, con demostrado impacto positivo en el crecimiento económico de los países (Asobancaria, 2019).

Los FIC trascienden en los mercados de capitales por la relevancia de sus características: incrementan las tasas de ahorro del público; transforman dicho ahorro en inversión; generan economías de escala para los partícipes por los volúmenes administrados; permiten diversificar el riesgo a través de la actividad desarrollada por instituciones y profesionales especializados, entre otras, que los constituyen como vehículos naturales para atraer recursos de cualquier tipo de inversionistas. Esta importancia y la dinámica que tiene el mercado de capitales colombiano hacen que sea necesario plantear retos que tiene la industria local de fondos, de cara a las tendencias globales que marcan la pauta en este tipo de instrumentos financieros,

En este trabajo se desarrolla una exploración de estrategias implementadas por entidades financieras internacionales, para las actividades de gestión y distribución de fondos, con el fin

de que los agentes locales cuenten con casos prácticos, que les permitan observar cómo avanza el mundo de los *asset managers* en estos frentes. Adicionalmente, se plantean de manera general algunos desafíos con respecto a la regulación y la administración de riesgos, permitiendo que se profundice al respecto en otras investigaciones.

El documento se desarrolla en cuatro capítulos siendo el primero la presente introducción. En el segundo capítulo se revisan estándares internacionales de entidades reconocidas para identificar sus avances en procesos de gestión y distribución de fondos. En la actividad de gestión se exploran tendencias en los procesos de selección de inversiones, tales como criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (*Environmental, Social and Governance*, ESG). Por su parte, para la actividad de distribución, se resumen algunas experiencias internacionales innovadoras con respecto a la asesoría y la vinculación de clientes a estos productos.

En el tercer capítulo se realiza un análisis de la industria local, partiendo del marco regulatorio vigente y los principios que este persigue frente al propósito de aumentar el número de participantes en estos vehículos de inversión. El último capítulo plantea algunos retos para el mercado colombiano de FIC frente a los desarrollos de otros mercados, y se resalta la importancia de plantear estrategias que contribuyan a lograr los objetivos de profundización del mercado.

2. Objetivos

Objetivo general

Explorar tendencias internacionales de la industria de fondos de inversión, con el fin de plantear los principales retos en materia de gestión de activos y de distribución, que enfrenta la industria en Colombia para lograr una mayor profundización.

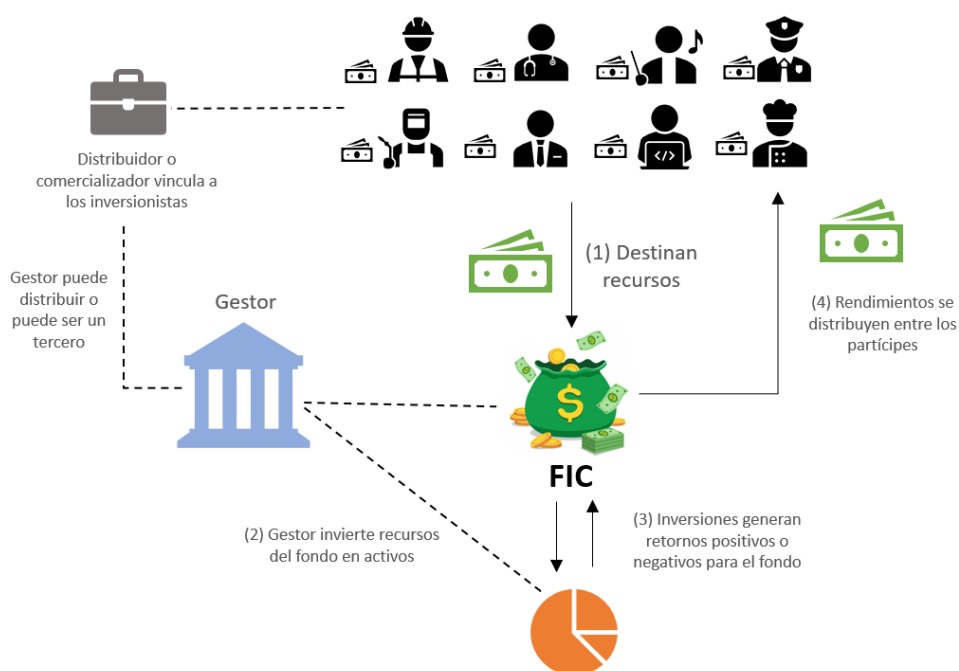
Objetivos específicos

- Identificar tendencias internacionales en las actividades de gestión y distribución de fondos de inversión colectiva.
- Analizar los avances de la industria local de fondos de inversión colectiva, en cuanto a su profundización y arquitectura regulatoria.
- Plantear retos para la industria local de fondos de inversión colectiva, con base en las buenas prácticas internacionales.

3. Tendencias internacionales

Como se indicó en la introducción, este trabajo consiste en explorar referentes internacionales en las actividades de gestión y distribución de fondos de inversión colectiva (FIC). Estas actividades son dos de los principales eslabones de la cadena que componen la arquitectura de los FIC. El gráfico 1 señala la estructura general de un fondo de inversión y los agentes que intervienen en su arquitectura, incluyendo al gestor y al distribuidor, roles sobre los cuales se hará énfasis en este trabajo.

Gráfico 1. Estructura general de un fondo de inversión



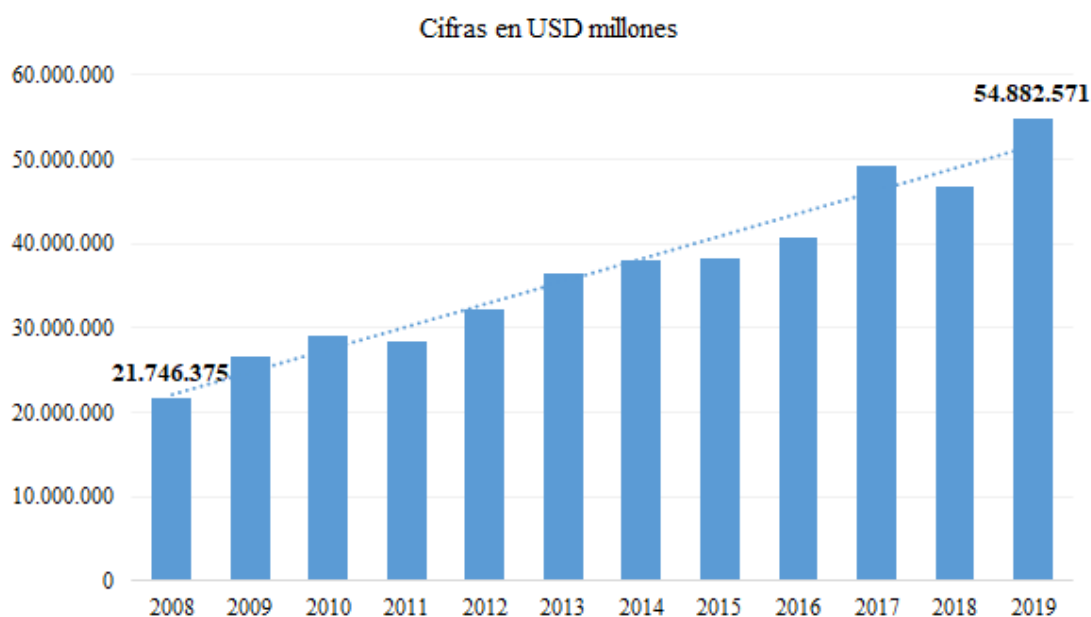
Fuente: Elaboración propia, 2020.

Como se ha indicado, estos vehículos cobran una importancia significativa en el desarrollo de los mercados de capitales. Según el *Financial Stability Board* (FSB, 2017), los activos bajo administración (*Asset Under Management, AUM*) de la industria global, pasaron de USD \$ 53,6 trillones en 2005 a USD \$ 76,7 trillones en 2015, cifra equivalente al 40% de los activos del

sistema financiero mundial. Este volumen incluye USD \$39.7 trillones invertidos en fondos mutuos, fondos cotizados en bolsa (*Exchange-Traded Funds*, ETF) y fondos institucionales.

En cifras más recientes del *Investment Company Institute* de Estados Unidos (ICI, 2020), entidad especializada en el análisis de los vehículos colectivos de inversión a nivel global, se observa en su informe trimestral, una evolución significativa de este producto en el periodo post crisis financiera 2008. Los activos crecieron 2,5 veces, pasando de USD \$21,7 trillones en el cuarto trimestre de 2008 a USD \$54,8 trillones en el mismo corte de 2019, lo que equivale a un crecimiento anual promedio del 8%.

Gráfico 2. Evolución del volumen de activos de la industria global de fondos

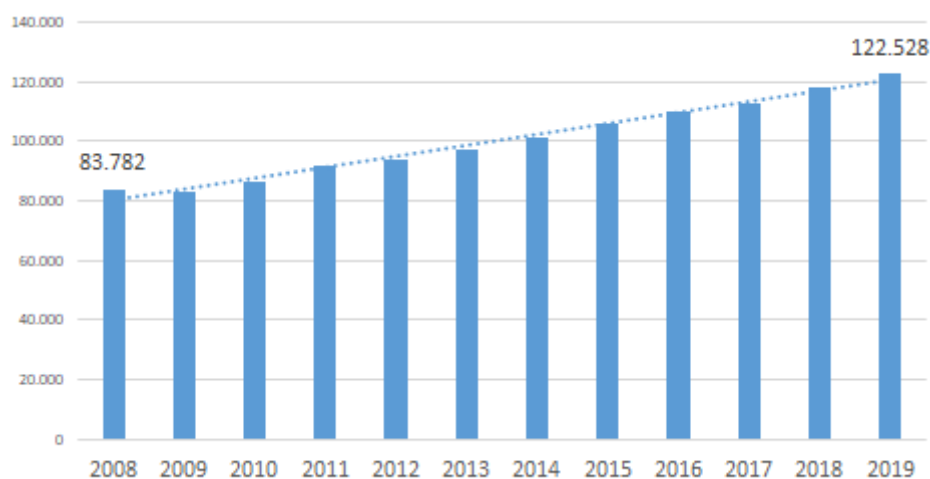


Fuente: Datos ICI - Elaboración propia, 2020.

En cuanto al número de fondos de inversión, al cuarto trimestre de 2019 se gestionaban 122.528, frente a 83.782 en el mismo periodo de 2008. Un aumento del 46% en dicho periodo, lo que significa que la oferta ha presentado un ritmo de crecimiento del 3% anual en los últimos 11 años. Estas cifras comprenden buena parte de los fondos de inversión pertenecientes a las

categorías generales definidas por dicho organismo: fondos del mercado monetario, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos balanceados, fondos garantizados, fondos inmobiliarios, fondos cotizados (ETF) y otros fondos (ICI, 2020).

Gráfico 3. Evolución global del número de fondos



Fuente: Datos ICI - Elaboración propia, 2020.

En vista de la relevancia que tienen estos vehículos en los mercados de capitales, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), proyectó una serie de principios para la evaluación de la implementación de los objetivos de regulación de los mercados de valores, en lo referente a las instituciones de inversión colectiva. Los principios 24 a 27 señalan la importancia de que estos instrumentos tengan reglas robustas de gobierno (admisibilidad y supervisión de los gestores), altos estándares de revelación de información y de valoración de activos, así como estándares de custodia de los activos que conforman sus portafolios (IOSCO, 2013).

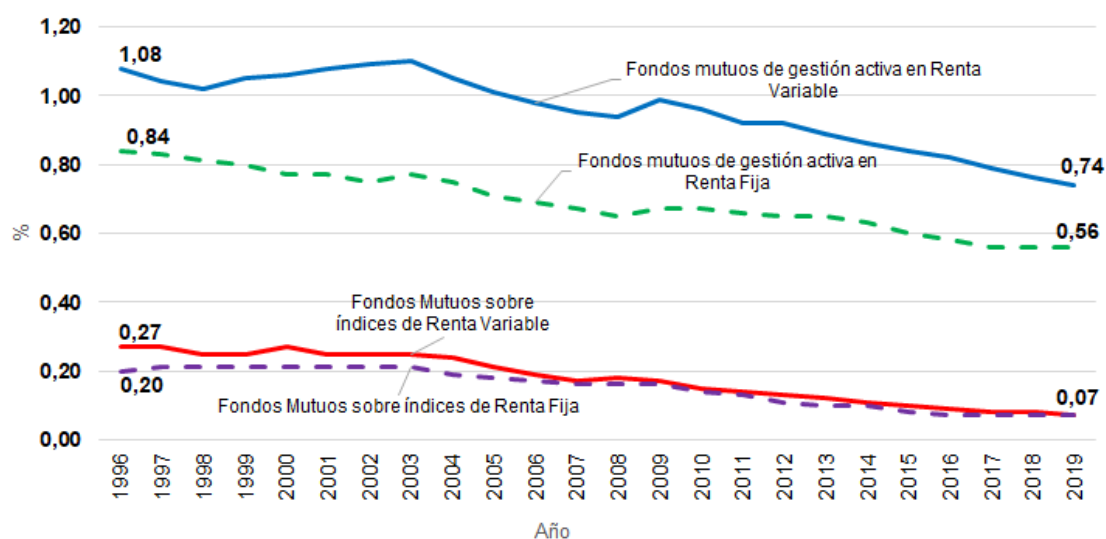
La ruta de la innovación para la industria de fondos comprende aspectos que van desde el desarrollo de plataformas tecnológicas integradas, para mejorar canales de comercialización,

hasta el mejoramiento de los procesos de inversión. Ello plantea, incluso, que la industria establezca nuevos espacios para fortalecer las competencias del recurso humano, de cara a los nuevos retos que impone la cuarta revolución industrial.

En Estados Unidos, un mercado de fondos con más USD \$28 billones y una profundidad de 137% del PIB, los agentes identificaron la necesidad de actuar en varias dimensiones del negocio para enfrentar diversos retos: crear nuevos productos, aprovechar las tecnologías para reducir costos, aumentar retornos para los clientes, así como diseñar estrategias innovadoras que generen valor agregado en sus servicios (PwC, 2019).

Dichos retos se plantean en medio de un entorno desafiante: márgenes operativos, llegando a los niveles precrisis financiera de 2008 (*subprime*), con reguladores exigiendo más transparencia, asesoría y revelación de información. Ello genera presiones en los costos por las altas inversiones que deberá efectuar la industria en tecnología y, a su vez, con un mercado exigiendo menores tarifas de administración y productos de mayor valor agregado.

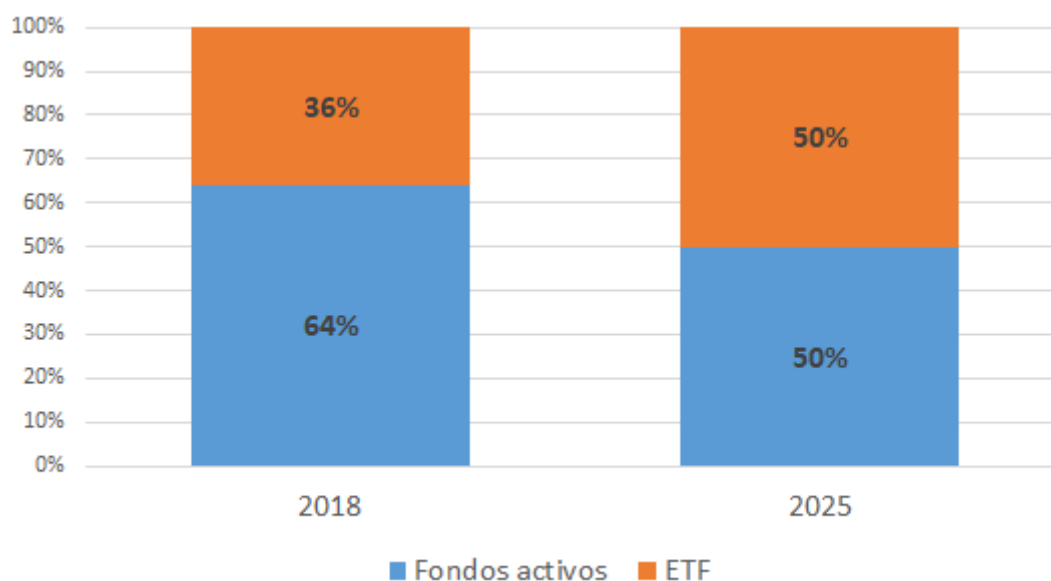
Sobre los gastos de los fondos de inversión (Gráfico 4), ICI (2020) realiza una comparación entre ETF (gestión pasiva) y fondos tradicionales (gestión activa), los que reflejan una tendencia a la baja en el indicador de comisiones de los fondos entre 1996 y 2019, con disminución promedio de 30 puntos básicos para los fondos de gestión activa, y cerca de 16 puntos básicos en los fondos de gestión pasiva que replican índices de referencia.

Gráfico 4. Evolución del indicador de gastos de la industria de Fondos de Inversión

Fuente: Datos ICI - Elaboración propia, 2020.

A diciembre de 2019, se registraban más de 5.800 alternativas de ETF en prácticamente todas las regiones del mundo, con estrategias específicas de gestión pasiva, con exposición en diferentes tipos de activos y niveles de riesgo. Solo en el mercado norteamericano se ofrecen cerca de 2.096 ETF (ICI, 2020).

La importancia que han tenido los ETF en los mercados de capitales, le agrega cierto grado de complejidad al contexto en el que se encuentran los fondos de gestión activa en todos los mercados. Según el estudio de PwC (2019), solo en Estados Unidos los ETF pasarán de USD \$18.3 billones en 2018 a USD \$26.8 billones de AUM en 2025, es decir, pasará del 36% al 50% del total de la industria.

Gráfico 5. Participación de mercado de los ETF vs Fondos de gestión activa en EE.UU

Fuente: Elaboración propia con información de PwC (2019).

Esta proyección ciertamente plantea la ventaja comparativa que tendrán los ETF en el mediano plazo, puesto que son vehículos con menores costos de administración, en promedio 8 puntos básicos vs 67 puntos básicos de los fondos de gestión activa, con exposiciones en la mayoría de los activos existentes en todos los mercados financieros.

Son varios los atributos de los ETF frente a los fondos de gestión activa, que se han posicionado desde el lanzamiento del primer producto en 1993, es decir, 65 años después del primer fondo mutuo creado en 1928 en Estados Unidos. Algunas de sus características son: el tratamiento impositivo (bajo la regulación norteamericana), flexibilidad para constituir y liquidar participaciones al estar listados en bolsa, y estrategias consistentes en replicar índices bursátiles a través de algoritmos de negociación que van ajustando el portafolio, según la composición del índice replicado. Esto incide directamente en costos de operación significativamente más bajos que los demás productos, en razón a las diferencias en las estructuras operacionales y de recurso humano (Patton, 2020).

En Estados Unidos los fondos de gestión activa han disminuido el número de productos en el último cuatrienio, pasando de 8.010 fondos en 2015 a 7.684 en 2019 (-4%), mientras que los ETF pasaron de 1.816 a 2.366 en el mismo periodo (+30%). La cifra de crecimiento anual en los activos es aún más indicativa: los fondos mutuos reflejan tasas de crecimiento promedio del orden del 8% anual entre 2008 y 2019, mientras que los ETF crecieron a un ritmo del 21% anual (Patton, 2020).

En un contexto más global, Neira (KPMG, 2020), señala que la industria de gestión de activos cuenta con diversas oportunidades, producto de la rápida evolución de los mercados en el plano demográfico, más exigencias de los clientes, avances tecnológicos y nueva regulación, lo cual ha obligado a que los gestores replanteen sus propósitos y estrategias para afrontar las nuevas tendencias. Plantea entonces el reto que tiene la industria en cinco dimensiones para llegar a nuevos segmentos y canales sobre la base de la eficiencia: estrategia de negocio, modelo operacional, estructura financiera, fiscal, y marco regulatorio.

En este análisis de tendencias globales, también se destaca que la presión de las comisiones es a la baja, lo que ha significado una ganancia de participación de mercado por parte de los fondos de gestión pasiva. Esto ha llevado a que las comisiones de los fondos de gestión activa se reduzcan de tal manera, que del 27% de productos con comisiones superiores al 1% que existían en 2012, a 2018 representaron solo el 19%. Adicionalmente, se destacan los retos que tienen los gestores en un contexto de bajas tasas de interés y la tendencia a la implementación de criterios ESG en los portafolios, con las exigencias que ello genera en cuanto a la revelación de información, ajustes en los procesos de inversión, capacitación del recurso humano, digitalización de procesos, análisis en tiempo real de las inversiones, asesoría robótica e inteligencia artificial.

KPMG (2020) también señala que las actividades operativas (*middle y Back office*), que no son del *core* de los gestores de inversiones (*front office*), sean tercerizadas con compañías dedicadas a estos procesos, para mejorar la eficiencia de su modelo de negocio. También destaca que la apuesta por un modelo de distribución eficiente, con alianzas estratégicas que apalancen dicha actividad, es importante para alcanzar un mayor volumen de clientes en el segmento *retail* o institucional (ver gráfico 6).

Gráfico 6. Tendencias de la industria global de gestión de activos



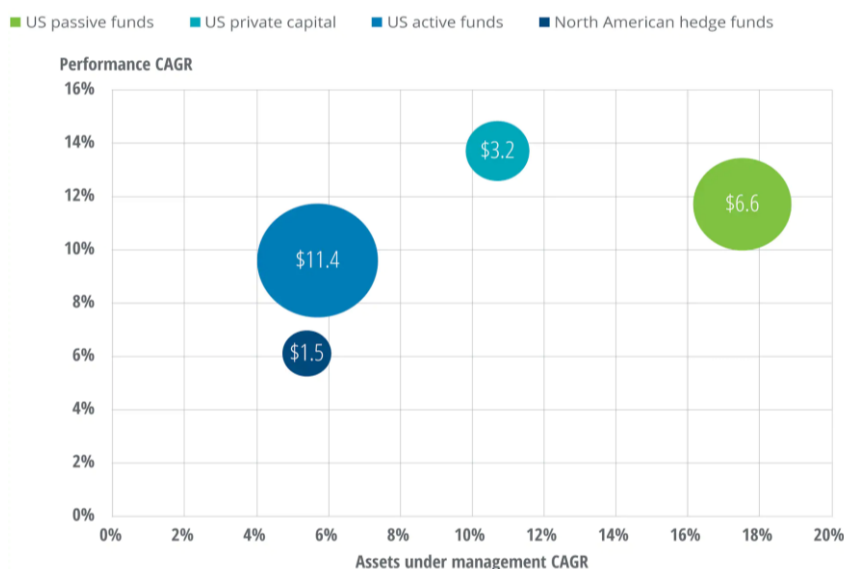
Fuente: Elaboración propia con base en estudio de KPMG (2020).

Por su parte Deloitte (2020), señala en su perspectiva de gestión de inversiones, que las actividades en las que probablemente se enfocarán los gestores de activos este año comprenden la generación de oferta de productos con enfoque ESG, así como la creación de canales digitales dinámicos, que puedan ser útiles para capturar la atención de la nueva generación de inversionistas. En línea con las perspectivas de KPMG, Deloitte destaca el movimiento que tendrán los gestores de inversiones hacia el crecimiento rentable, lo que implica que abandonen su zona de confort y destinen recursos hacia la creación de nuevas actividades como modernizar

operaciones comerciales y capacidades tecnológicas, a fin de lograr la eficiencia operativa en sus procesos y mejorar la experiencia de los clientes. Deloitte también resalta el efecto que ha tenido la tendencia a la baja de las comisiones (ingreso de los gestores), así como el terreno que han ganado los fondos de gestión pasiva en el abanico de alternativas de inversión en el mercado estadounidense, dado el mejor retorno promedio que ha generado frente a los fondos tradicionales (KPMG, 2020).

Respecto de la demanda y la necesidad de atraer otros segmentos de clientes, particularmente de las nuevas generaciones, el estudio indica que es clave entender los mercados objetivos para posicionar los productos existentes, en vista de las diferencias culturales y expectativas cambiantes de estos. Acá cobran relevancia la innovación para mejorar la experiencia de los usuarios, y la aplicación de los criterios ESG o de productos enfocados en megatendencias (Deloitte, 2020).

Gráfico 7. Participación de mercado ETF vs Fondos tradicionales



Fuente: Tomado de Deloitte insights - Perspectiva de gestión de inversiones, 2020.

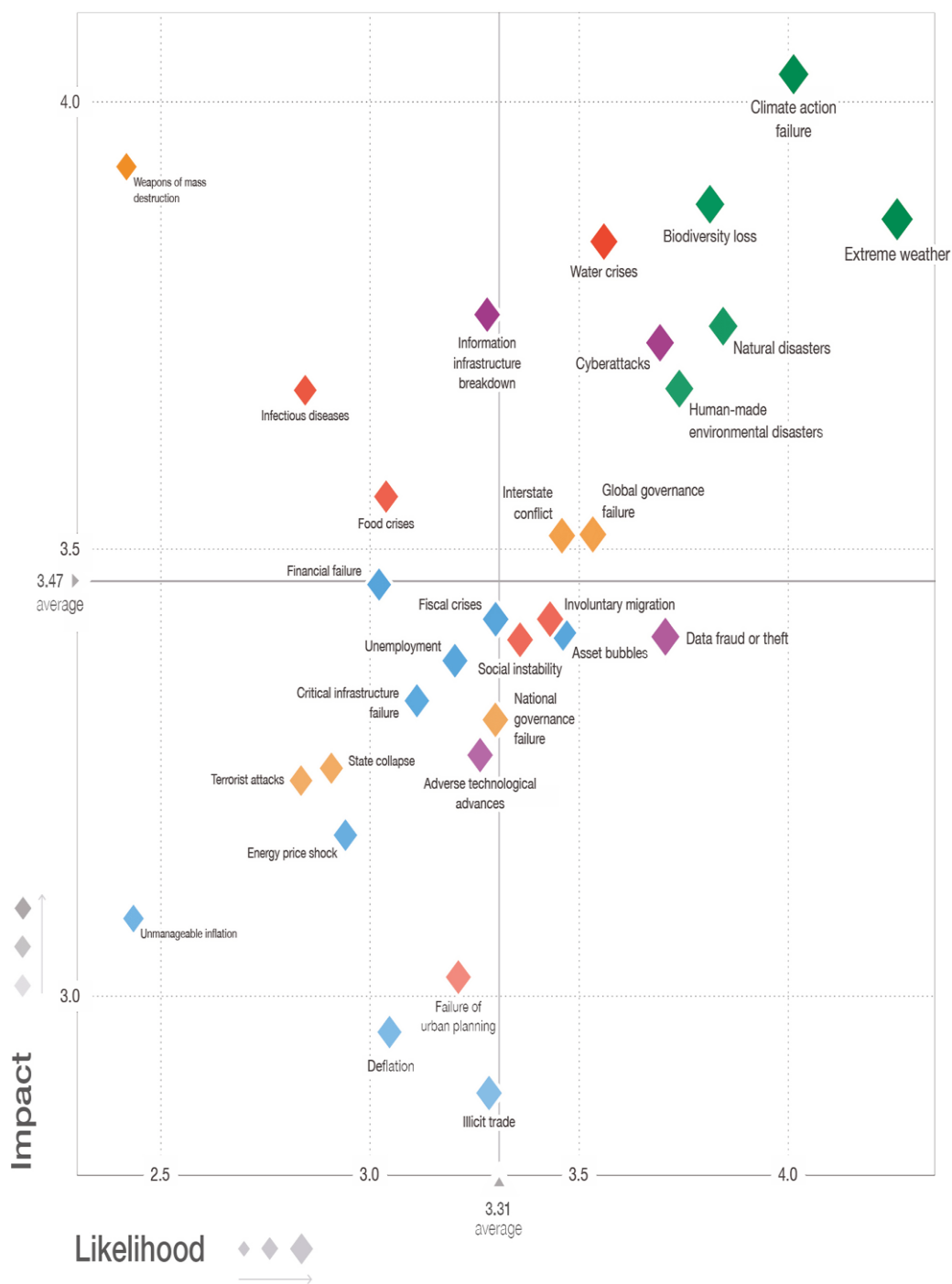
Estas tendencias dejan ver el potencial que tienen las estructuras de gestión pasiva en los próximos años y plantea simultáneamente retos importantes para los gestores de fondos activos en un entorno global cada vez más competitivo. Los esfuerzos estratégicos para mejorar la experiencia de las nuevas generaciones de clientes cada vez más y mejor informados, sumado al diseño de herramientas tecnológicas para acceder a productos ágilmente y costo-eficientes, así como portafolios más diversificados y con enfoques sostenibles, marcarán la diferencia en los próximos años en la industria de gestión de activos, y varios gestores vienen tomando desde ya decisiones estratégicas en estos frentes, tal como se desarrollará en los siguientes capítulos.

3.1 Criterios ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG)

El cambio climático plantea desafíos que resultan inaplazables para todos los sectores de la economía global. En los mercados financieros este asunto cobra vital importancia, ya que desde su función económica es imperativa la implementación decidida de criterios que impacten positivamente esta realidad y que conlleva riesgos potenciales, los cuales, de llegar a materializarse, generarían costos de proporciones históricas en todos los sectores económicos y sociales del planeta, tal como lo advierten las organizaciones dedicadas al estudio de impacto por el cambio climático.

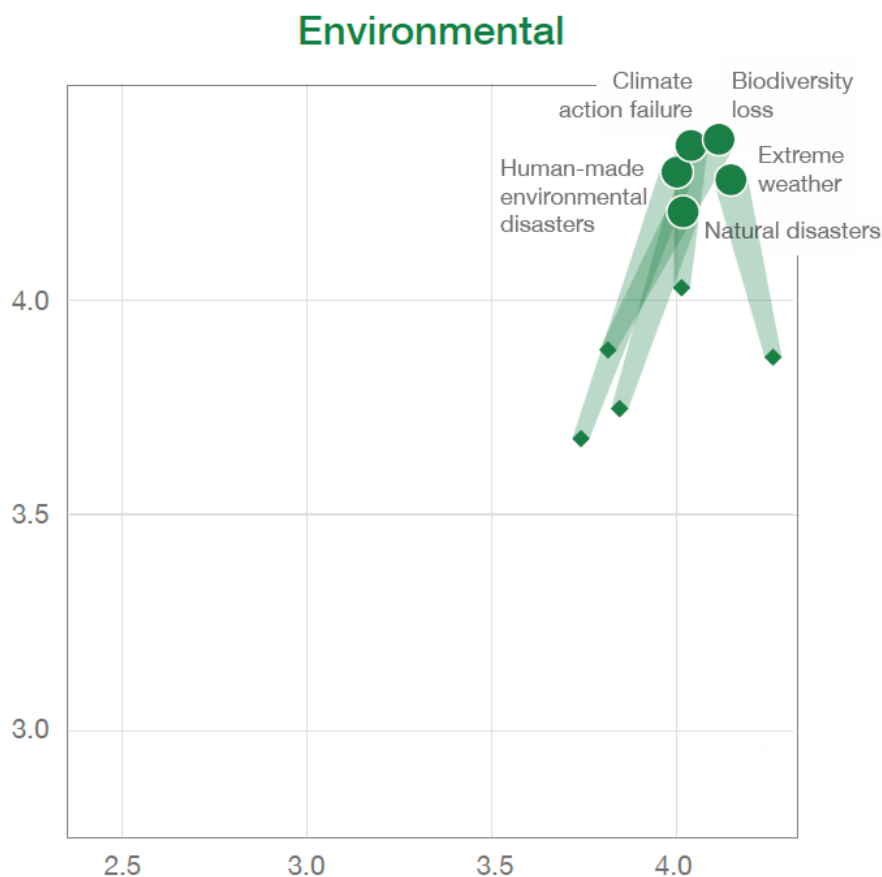
Según el reporte de riesgos globales publicado por el Foro Económico Mundial, con el apoyo de las firma de consultoría de riesgos *Marsh & McLennan* y *Zurich Insurance Group* (2020), el mapa de riesgos por probabilidad de ocurrencia lo lideran los factores de riesgo de cambio climático: fracaso de las medidas contra el cambio climático, pérdida de biodiversidad, eventos de clima extremo y desastres naturales y desastres ambientales causados por el hombre, tal como lo refleja con claridad el mapa tomado de dicho informe:

Gráfico 8. Panorama de riesgos globales



Fuente: Tomado de “The Global Risks Report”. WEF (2020).

Gráfico 9. Panorama de riesgos de la comunidad global de modeladores



Fuente: Tomado de “The Global Risks Report”. WEF (2020).

Se anota con especial importancia el hecho de que mientras en plena crisis financiera global de 2008, los riesgos que se visualizaban para la próxima década eran principalmente económicos, actualmente el mapa de riesgos del Foro Económico Mundial refleja que los principales riesgos, tanto en términos de probabilidad de ocurrencia, como en impacto potencial, son en su mayoría riesgos ambientales (AFI, 2019).

Organismos internacionales estiman que, para adelantar la inversión mundial en infraestructura requerida para enfrentar el cambio climático, se demandarán recursos de inversión que superarán los USD \$6 billones anuales hasta el año 2030. Lo anterior revela de manera clara la oportunidad que tendrá el mercado de capitales y los fondos de inversión, en cuanto a la

canalización de recursos y asignación de riesgos, para financiar las inversiones que se requerirán para el cumplimiento de los objetivos que buscan mitigar estos impactos en la próxima década (OCDE, 2017, citado en FMI, 2019).

Por lo anterior, dentro del campo de los fondos de inversión, es pertinente adelantar una exploración de las tendencias internacionales de selección y gestión de activos, específicamente respecto de la aplicación ESG.

3.2 La inversión socialmente responsable (ISR)

El consenso sobre el impacto y la probabilidad que tienen los riesgos ambientales en el mundo nos lleva a aterrizar el concepto de ESG en el campo del mercado de capitales y de los fondos de inversión, haciendo una revisión de la evolución y el contexto que ha comprendido este enfoque en el mundo de los mercados financieros.

Los tres factores que componen este concepto se desagregan así:

- **A:** criterios ambientales que le apuntan a la conservación del medio ambiente.
- **S:** criterios sociales que están orientados a las gestiones que realizan las empresas y cómo ello afecta a sus diferentes grupos de interés: empleados, accionistas, proveedores y comunidades o mercados que atiende.
- **G:** criterios de gobernanza o gobierno corporativo. Se refieren a las políticas internas que definen la gestión de las empresas.

Cuando se hace referencia a las inversiones socialmente responsables (ISR), comúnmente se tiene la idea de que este tema, al estar de moda, es innovador, disruptivo y reciente. Sin embargo, la historia en la aplicación de estos criterios comenzó a discutirse sobre finales del

siglo XIX, una vez se empezaron a identificar niveles de contaminación muy altos, producto de la revolución industrial. Allí se inició la creación de numerosos grupos de interés que suman esfuerzos contra el cambio climático (AFI, 2019).

Luego de la gran depresión, sobre inicios de la década de los años treinta, se empezaron a incorporar los criterios de gobierno corporativo, lo que tomó fuerza después de la Segunda Guerra Mundial y logró más representatividad gracias al surgimiento de los derechos civiles y movimientos contra los conflictos bélicos sobre los años sesenta, incorporando en los análisis de inversión, criterios respecto a los socios y su influencia en el desempeño de las compañías y las comunidades impactadas por estas (AFI, 2019).

Resulta pertinente entonces revisar la evolución que ha tenido en los últimos cuarenta años la discusión sobre inversiones socialmente responsables (ISR), a través de importantes hitos globales que se fueron presentando en diferentes momentos de la historia reciente.

Tabla 1. Evolución de acuerdos internacionales para combatir el cambio climático

AÑO	INICIATIVA
1972	Naciones Unidas lanzó su programa para coordinar temas medioambientales (The UN Environment Program).
1990	Con el mundo cada vez más consciente sobre el cambio climático, se realizó en Brasil la conferencia sobre medioambiente más grande hasta ahora realizada, el evento tuvo por nombre <i>"The UN's Rio Earth Summit"</i> y acudieron más de ciento setenta países.
1997	Se firma el acuerdo más completo en lo que respecta al cambio climático, El Protocolo de Kyoto, en donde se acordó reducir las emisiones de gases efecto invernadero.
2005	Se crean los principios de inversión responsables de la ONU (PRI por sus siglas en inglés).
2015 septiembre	Septiembre de 2015: Se crean los diecisiete (17) Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU, también conocidos como "Objetivos Mundiales". Adoptados por todos los Estados Miembros en 2015 "como un llamado universal para poner fin a la pobreza, proteger el planeta y garantizar que todas las personas gocen de paz y prosperidad para 2030" (ONU).
2015 Diciembre	Se firma el acuerdo de París en la COP 21. Fue un acuerdo histórico cuyo objetivo central es reforzar la respuesta mundial a la amenaza del cambio climático, manteniendo el aumento de la temperatura mundial en este siglo por debajo de los 2 grados centígrados y continuar con los esfuerzos para limitar aún más el aumento de la temperatura a 1,5 grados centígrados. (ONU Climate Change, 2015).
2018	Plan de acción de la Unión Europea para las finanzas sostenibles
2020 Enero	Foro Económico Mundial: por primera vez en 50 años de historia del foro, la agenda estuvo concentrada en la lucha contra el cambio climático (Manifiesto WEF, Davos 2020).

Fuente: Elaboración propia con base en el Estudio de AFI (2019).

Según Papadopoulos, Araujo y FTI *Consulting* (2020), en un estudio publicado por el foro de *Harvard Law School sobre Gobierno Corporativo*, la década de 2010 definió las bases para las prácticas corporativas de criterios ESG, con debates entre diferentes organismos y con definición de políticas públicas. Por su parte, la década de 2020-2030 tendrá como foco la puesta en marcha y aplicación de prácticas transversales en esta materia.

Luego de la crisis financiera, en la primera parte de la década de 2010, las empresas trabajaron arduamente en el fortalecimiento de sus reglas de gobierno corporativo, para restablecer la confianza de los mercados de capitales. Ya en la segunda mitad de esta década, los factores sociales y ambientales cobraron importancia y se empezaron a hacer más visibles luego de escándalos corporativos y afectaciones al medio ambiente, como el derrame de petróleo en el Golfo de México, los casos de alteración de cuentas de los clientes del banco estadounidense *Wells Fargo* y los problemas de protección de datos de *Facebook* (Papadopoulos et al., 2020).

Los autores resaltan que esta dinámica empezó a generar círculos virtuosos, ya que en la medida en que los gestores de activos y las empresas receptoras de las inversiones (activos de los fondos de inversión) empezaron a suscribir prácticas de inversión responsable, principalmente los principios que impulsa Naciones Unidas, se generó un efecto positivo en la inversión con criterios ESG y se ha empezado a robustecer la revelación de información de las empresas e inversionistas (fondos de inversión y otros), respecto de su cumplimiento.

Tanto los gobiernos como los actores del sector privado, particularmente, los agentes del sistema financiero, son cada vez más conscientes de las implicaciones que tiene el cambio climático. Ya se observan algunas iniciativas para elevar los estándares de sostenibilidad de

manera transversal, para afrontar los riesgos físicos y los riesgos de transición¹. Este interés del sector financiero se empezó a incrementar, en mayor medida, luego de la firma del acuerdo de París. Además, los autores anotan que, si bien están sentadas las bases, lo que se espera es que entre 2020 y 2030 los inversionistas (gestores de activos), empresas y gobiernos que no actúen decididamente sobre la aplicación de criterios ESG se expondrán a mayores riesgos, perderán oportunidades de mercado y serán menos competitivos frente a los agentes que avancen en esa línea (Papadopoulos et al., 2020).

Con los riesgos físicos y los riesgos de transición, el cambio climático afecta de manera directa al sistema financiero, situación que se alerta con insistencia en los últimos 5 años por parte de diferentes autoridades. El discurso de Mark Carney, ex Gobernador del Banco de Inglaterra, en septiembre de 2015, sobre los riesgos financieros del cambio climático estremeció a los agentes (AFI, 2019). En dicha intervención, denominada *La tragedia del horizonte*, señalaba con contundencia que: “El cambio climático podría provocar un aumento en la morbilidad y en la mortalidad debido a enfermedades y pandemias” (Carney, 2015, p. 9). Alertaba sobre la severidad de los impactos en el sistema financiero si no se actúa decididamente frente a los riesgos físicos y de transición.

La exposición a riesgos físicos en el sector financiero se produce por diferentes factores en cada uno de los tipos de entidades que lo componen. En los bancos se podría presentar exposición por aumentos de riesgo de incumplimiento en los pagos de los préstamos, por parte de los hogares, como consecuencia de potenciales desastres naturales (incendios, inundaciones, deslizamientos, tormentas, terremotos, etc.). En el caso de las aseguradoras por el activo y el

¹ Los riesgos físicos consisten fundamentalmente en daños a infraestructuras, tierra y propiedades y los de transición hacen referencia a los cambios de política climática, tecnología y ánimo de consumidores y mercados, durante la adaptación a economías que están volcadas a generar cada vez menos carbono (FMI, 2019).

pasivo, vía incremento de siniestros generados por dichos factores de riesgo climático (FMI, 2019).

Por su parte, los riesgos de transición en los gestores de activos, agentes sobre los cuales se ocupa el presente trabajo, se pueden materializar, por ejemplo, en razón al registro de potenciales desvalorizaciones de los activos o las inversiones realizadas en acciones o bonos, emitidos por aquellas empresas que no están alineadas con las políticas públicas que buscan mitigar los impactos del cambio climático.

La discusión actual de los *asset managers* globales, de las ONG dedicadas a la reducción de emisiones de gases efecto invernadero, organismos multilaterales y gobiernos, gira en torno a la capacidad y a las competencias que deben tener los gestores de inversiones, para involucrar en sus procesos las variables necesarias para que sus decisiones tengan impactos positivos en el medio ambiente, en la sociedad y en el entorno corporativo.

Según Morningstar (2020), la Unión Europea es la región más avanzada en cuanto a la estructura institucional que vela por el cumplimiento de estándares en sostenibilidad. El programa denominado “Plan de Acción de Finanzas Sostenibles” tiene como propósito cambiar el comportamiento de los inversionistas institucionales y el segmento *retail*, para que éstos se enfoquen en los productos de inversión que sean sostenibles a largo plazo.

Esto significa un alto grado de compromiso de los agentes que movilizan recursos en los mercados de capitales, ya que sus decisiones de inversión basadas en estos criterios permiten que, por ejemplo, se canalicen recursos a empresas que promueven estrategias de conservación

de ecosistemas naturales o en proyectos de emprendimiento social con impacto en comunidades marginadas.

En Colombia los fondos de inversión colectiva cumplen un rol importante en el mercado de capitales, y es una industria que no escapa a esta realidad global, ya que es un mercado que tiene oportunidades claras en términos de oferta de productos que apliquen criterios ESG. Lo anterior, teniendo en cuenta la encuesta sobre *Riesgos y oportunidades del cambio climático* (Superintendencia Financiera, 2019), en la cual señala que la incorporación de principios ESG en los procesos de inversión de las entidades financieras son incipientes, línea sobre la cual incorporará medidas regulatorias en su plan de trabajo para avanzar en dicho frente.

En desarrollo del último objetivo del trabajo, al final del documento, se plantean algunas reflexiones en este sentido para el mercado colombiano, con base en las experiencias internacionales revisadas en los siguientes apartados.

3.3 Experiencias de gestores con estrategias ESG

Como se indicó en la introducción y, en línea con el primer objetivo, en este capítulo se plantea la revisión de experiencias internacionales en cuanto a la actividad de gestión de activos, haciendo una breve reseña de lo que plantean los principales gestores de fondos en el mundo en sus estrategias ESG. Resulta ineludible entonces, hacer referencia a la estrategia definida a comienzos de 2020, por el mayor gestor de activos en el mundo: *BlackRock*. Más adelante se resaltan visiones muy importantes de otras gestoras internacionales de fondos que lideran el ranking, en cuanto al patrimonio gestionado a través de fondos de inversión que aplican criterios ESG.

Según el *European Sustainable Funds Landscape* (Morningstar, 2019), actualmente existen 2.232 fondos de inversión domiciliados en Europa, que en sus reglamentos indican que tienen enfoque sostenible. Principalmente más del 50% de estos fondos están bajo estrategias de gestión activa y en renta variable (acciones), más de 600 fondos de renta fija sostenible y alrededor de 500 fondos balanceados (portafolios de renta fija y acciones).

En dicho informe se destaca que solo en el primer semestre de 2019, en Europa se lanzaron 168 fondos ESG y, en términos del AUM, crecieron 20.5% a 595.000 millones de Euros. Este es el avance que presenta la Unión Europea en los últimos años, ya que a la fecha cuentan con una taxonomía que otorga lineamientos estandarizados. Por su parte, Estados Unidos cuenta con 350 alternativas sostenibles con más de USD \$89.000 millones en activos bajo administración (Morningstar, 2019).

Teniendo en cuenta que actualmente existen más de 122.000 fondos de inversión en el mundo (ICI, 2020), apenas se cuenta con una oferta de menos del 2% de fondos ESG, lo que indica que el potencial de crecimiento es enorme en la próxima década. En Colombia se tiene registro de un fondo de inversión colectiva, administrado por la Sociedad Comisionistas de Bolsa del grupo. Dicho fondo que garantiza el cumplimiento de los citados principios, cuenta con \$118.181 millones y 2.717 inversionistas, según lo indicado en la ficha técnica del producto publicada en abril de 2020.

3.3.1 La directriz global de *BlackRock*

Recientemente los mercados globales se estremecieron con la carta que Larry Fink, CEO de *BlackRock*, dirigió a todos los Consejeros y Directivos de las empresas, en las que dicha firma invierte a través de los fondos que gestiona. En su misiva, Fink señala la importancia del deber

fiduciario que debe regir el actuar de todos los administradores de recursos de terceros y la responsabilidad que tienen para ser más conscientes de los retos que el mundo afronta, tanto en lo ambiental como en lo económico.

El comunicado señala que, en su calidad de gestor de activos de terceros, hay que recordar que el capital que administran es de cientos de personas y países que depositan sus ahorros y su confianza con el objetivo de fondear sus objetivos a largo plazo. Esta realidad, según Fink, pone de presente el alto grado de responsabilidad que tienen los gestores de fondos, frente al valor agregado que deben entregarles a los dueños de dichos recursos.

Fink pone en blanco y negro cada uno de los roles de los agentes que intervienen en esta industria: la importancia de los clientes como propietarios de los recursos; los *asset managers* como receptores y administradores fiduciarios de ese mandato, y la responsabilidad, a todo nivel, que existe en las empresas en las que se focalizan las inversiones.

En segundo lugar, y en línea con lo analizado en apartados anteriores del presente trabajo, BlackRock destaca el cambio climático como un factor determinante en esa construcción valor de largo plazo en las empresas, con los riesgos que ello implica y enfatiza que el grado de conciencia frente a este reto se está acelerando, lo que lleva a sugerir que es hora de que los cimientos que han sustentado el mundo de las finanzas se deban replantear a fondo.

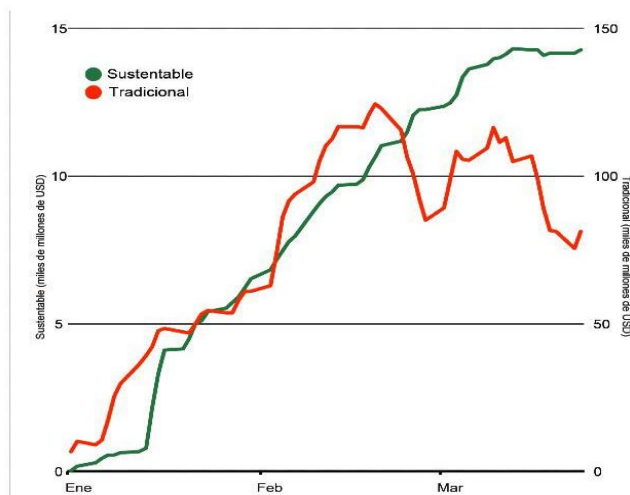
Los interrogantes alrededor de los desafíos que se avecinan para el sector financiero global son relevantes. Por ejemplo, es incierto el futuro de las hipotecas frente a la subestimación de catástrofes ambientales y ante la ausencia de seguros que cubran siniestros por materialización de riesgos físicos. Así mismo, existe alta incertidumbre sobre el comportamiento de las tasas

de interés, teniendo en cuenta el impacto que tendrán en los precios de los alimentos las temporadas de inundaciones o los tiempos secos. En la literatura revisada, estos riesgos se abordan con profundidad, lo que permitirá analizar las implicaciones que trae consigo el cambio climático en los próximos años, para las diferentes industrias que hacen parte del sistema financiero.

Entendido el riesgo climático como riesgo de inversión, BlackRock señala que los fondos con enfoque sostenible tendrán una mejor relación riesgo-retorno para los inversionistas y que este enfoque será la piedra angular que marcará a la industria hacia adelante. Ya lo reflejan algunos informes en medio de la crisis del SARS-CoV-2, en los que se observa una mayor afluencia de capitales hacia fondos con enfoque sostenible. El gráfico a continuación refleja con claridad esta realidad:

Gráfico 10. Flujo neto de capitales hacia ETF

Afluencia neta de capitales a fondos que cotizan en bolsa sustentables y tradicionales a nivel global, 2020



Fuente: BlackRock Investment Institute a fecha del 25 de marzo de 2020. Notas: Los fondos que cotizan en bolsa (ETF) sustentables a nivel global son aquellos ETF que persiguen un objetivo sustentable dedicado, ya sea utilizando una estrategia de medioambiente, social y de gobierno corporativo (ESG) amplia, una estrategia temática, una estrategia de impacto o una estrategia excluyente. Los ETF tradicionales son aquellos que no están directamente enfocados en la sustentabilidad.

Fuente: Tomado de informe semanal de BlackRock, abril de 2020.

La visión de sostenibilidad de esta firma es contundente. Incorpora factores de cambio climático, pero también temas de equidad de género y diversidad en las organizaciones, protección de datos de clientes, proveedores y cadenas de suministro, entre otros. También resalta la importancia de mejorar los estándares de revelación de las empresas en cada uno de estos frentes y la necesidad de que las firmas tengan un propósito sobre el papel que tienen en la sociedad. De esta forma, cierran ese vínculo ineludible entre actividad empresarial y crecimiento económico sostenible con visión de largo plazo.

Vale la pena indicar que hace apenas unos meses, en pleno auge del mundo globalizado e interconectado, se veía lejana una declaratoria de cuarentena que detuviera en cuestión de días a todos los sectores de la economía global. En la actualidad, cuando la mayoría de los países del mundo están aislados para contener la propagación masiva del virus SARS-CoV-2, es posible observar en la práctica los costos inconmensurables que implica para un sector o un país, el hecho de no estar preparados para afrontar un riesgo emergente, alertado por científicos varios años atrás. En este frente se resalta la *Guía académica para la gestión de riesgos emergentes*, en el cual se desarrollan lineamientos generales para la administración y gestión de riesgos emergentes, guía que puede ser aplicada por cualquier empresa del sector financiero o real (Asofiduciarias, 2019).

3.3.1.1 El plan de BlackRock para 2020

BlackRock definió un plan estratégico que establece medidas prácticas para los clientes en cuanto a procesos de inversión, oferta de productos, herramientas tecnológicas con enfoque ESG para facilitar el entendimiento de la nueva estrategia denominada “Carteras sostenibles, resilientes y transparentes”.

- Cambio de indexación: en 2020 empezarán a posicionar versiones sostenibles de los productos más importantes, con posiciones indexadas y optimizadas con criterios medioambientales. Hoy la indexación en su mayoría es por capitalización bursátil y los proveedores de índices como MSCI, S&P Global o FTSE se han encargado de diseñar metodologías que incorporan los pilares ESG, creando divisiones y equipos especializados en orientar a los emisores de valores para estructurar y publicar información que incorpore estos aspectos adicionales, a los que por norma tienen como requisito. Esto, por supuesto, conlleva a que se tengan criterios de ponderación de cada pilar, en función del sector al cual la compañía pertenece, por ejemplo, la ponderación que se le da para el criterio Ambiental es mayor para una compañía petrolera que para una compañía del sector de servicios financieros, a la que le corresponderá una mayor proporción del criterio de Gobierno y Social. Lo anterior ya se está aplicando para crear nuevos índices que están replicando los ETF y que han venido tomando cada vez más protagonismo en los mercados (BlackRock, 2020).
- Mejores productos: desarrollarán productos de pensión y de gestión de liquidez sostenibles con comisiones competitivas.
- Integración de sostenibilidad en procesos de inversión activa: así como sus equipos de riesgos y gestores han enfocado sus recursos para gestionar riesgos de inversión, de contraparte y operativos, para 2020 todos los portafolios de gestión activa incorporarán los criterios ESG con sus respectivas metodologías.
- Minimizar riesgo ESG en fondos de gestión activa: aumentar la relación riesgo/retorno de los productos con este nuevo enfoque sostenible. Reducirán exposición en renta fija y acciones de emisores con riesgo ESG: sectores como el armamentístico, entre otros, que se vean expuestos a reasignaciones de capital.

- Liquidar inversiones: de renta fija y renta variable de empresas que generan más del 25% de sus ingresos de la producción de carbón térmico y monitorear aquellas cuya producción depende de este combustible fósil.
- Más información en las herramientas: incorporarán parámetros en su herramienta *Aladdin* para analizar y gestionar riesgos climáticos y de sostenibilidad. Así mismo, revelarán datos sobre la huella de carbono de todos sus fondos y su puntaje ESG.
- Transición energética: ampliarán la estrategia especializada para invertir en empresas que gestionen de forma efectiva el riesgo de transición.

3.3.2 Goldman Sachs - Estados Unidos

Goldman Sachs tiene un objetivo claro al respecto de la sostenibilidad y está desarrollando una estrategia para que a 2030 cuenten con USD \$750.000 millones en actividades de inversión, financiamiento y asesoramiento, dedicando toda su experiencia a contribuir a que los clientes logren adoptar toda la filosofía que incorporan los pilares ESG.

Desde 2005 vienen trabajando en lo que se considera un plan de desarrollo, que abarca diferentes frentes: partiendo de un “Marco de Política Ambiental”, han creado divisiones corporativas dedicadas al análisis e investigación sobre temas de sostenibilidad, pasando por la creación de vehículos de inversión, la financiación de proyectos sostenibles y con el objetivo de destinar USD \$150.000 millones hacia 2025 para tal fin.

En julio de 2019, Goldman Sachs anunció la creación del “Grupo de Finanzas Sostenibles”, el cual estará encargado de asociarse con los negocios para “...impulsar la innovación y capturar

oportunidades emergentes a medida que el crecimiento sostenible se vuelva más importante para los inversores, las instituciones y las empresas” (Goldman Sachs, 2019, párrafo 2-en línea).

En su más reciente reporte anual de sostenibilidad, se resaltan algunas cifras como los USD \$88.000 millones en financiamientos e inversiones en proyectos de energías limpias desde 2012; los USD \$59.000 millones de bonos verdes, sociales y de sostenibilidad suscritos desde 2014 o los USD \$230 millones invertidos desde 2018 en negocios liderados por mujeres, complementando el trabajo que han venido realizando en paralelo con las cifras de cero emisiones de carbono en sus operaciones globales, y el 85% de reducción de plásticos de un solo uso, para destacar algunas (Goldman Sachs, 2019).

3.3.3 Storebrand Asset Management – Noruega

El portal especializado *Funds People*, con base en el *European Sustainable Funds Landscape* (Morningstar, 2019), destaca que la mayoría de los fondos que aplican criterios ESG son gestionados por entidades domiciliadas en el norte de Europa, particularmente en Noruega, Suecia, Holanda y Finlandia.

Este ranking lo lidera la gestora noruega *Storebrand Asset Management* con un patrimonio gestionado de EUR 33.000 millones con criterios ESG. Es la mayor gestora de activos privados de Noruega con EUR 70.000 millones bajo gestión, lo que significa que el 43% de sus activos aplican criterios de sostenibilidad. Solo el volumen de activos ESG que gestiona esta firma, equivale al 132% de los activos de la industria de fondos de inversión Colectiva en Colombia.

Llama la atención como la gestora señala en su lineamiento corporativo que la sostenibilidad hace parte fundamental del negocio, lo que “...significa que los aspectos económicos, sociales

y ambientales se tienen en cuenta antes de tomar cualquier decisión” (StoreBrand, 2019, párrafo 1-en línea).

Como base fundamental de su estrategia de negocio como gestor de recursos de terceros, *Storebrand* es signataria de múltiples iniciativas lideradas por la ONU, tales como: los principios de inversión responsable (PRI), el Pacto Global, convenios de medio ambiente, convenios con la OIT y con organizaciones de derechos humanos, y la convención de la ONU contra la corrupción. Estos principios rigen todas las actividades internas y procesos de la firma para desarrollar y ofrecer sus productos, lo cual contribuye en su integralidad con los 17 objetivos de desarrollo sostenible definidos por la ONU.

Consecuente con su misión, es destacable como esta firma publica el detalle de todas sus políticas para darle cumplimiento a los principios señalados, así como sus estándares en materia de sostenibilidad para la selección de inversiones. De allí se resaltan los siguientes elementos que rigen su actuar, como gestora de activos con recursos de terceros, con base en la información publicada por la entidad:

- Estándar para inversiones sostenibles: señala un supuesto base que consiste en afirmar que las empresas que tendrán una mayor rentabilidad en el largo plazo serán aquellas que dentro de sus objetivos incorporen la búsqueda, promoción y solución de problemáticas sociales (*Storebrand AM*, 2020).
- Visión a largo plazo: la firma indica que para el año 2050 visualizan un mundo en el que 9.000 millones de personas podrán vivir con estándares altos de calidad, buscando proteger y respetar los límites naturales del planeta (*Storebrand AM*, 2020).

- Los clientes: los pilares de sostenibilidad que rigen su actividad los lleva a afirmar que ello les permitirá asegurar retornos para sus clientes a largo plazo.
- Su rol como inversionista en las empresas: el estándar de la firma contempla un rol activo como inversionista. Señala en su información corporativa que las empresas que infrinjan sistemáticamente las directrices de sostenibilidad pueden ser excluidas de sus estrategias de inversión.

La exploración de la estrategia corporativa de esta importante gestora de fondos escandinava permite ver cómo se incorpora la visión del desarrollo sostenible, tanto en los productos que gestiona como en los lineamientos que rigen todos los procesos internos de la compañía. Es una muestra clara de la alineación que tiene la entidad, frente a las megatendencias que marcan el futuro de la industria global de gestión de activos.

3.3.4 Amundi – Francia

La gestora de fondos francesa *Amundi*, cuenta con 30.935 millones de Euros en fondos que aplican criterios ESG (Morningstar, 2020). Esta firma “es la mayor gestora europea por volumen de activos gestionados y se sitúa en el top 10 a nivel global. Gestiona hoy más de 1,4 billones de euros en sus seis plataformas principales de inversión con un equipo de 4.500 profesionales y expertos de mercado presentes en 37 países” (Funds People, 2020, párrafo 1-en línea).

En su estrategia, *Amundi* destaca los siguientes objetivos para finales de 2021:

- 100% ESG: todos los fondos abiertos de gestión activa deberán mantener una calificación ESG más alta que su índice de referencia.
- 100% de cobertura ESG: más de 8.000 empresas cubiertas por el equipo de análisis ESG, a través de su metodología patentada con más de 36 criterios, que sigue normas internacionales.

- 100% de votación bajo principios ESG: votarán en las empresas en las que invierten bajo criterios ESG. En 2018 realizaron 2.500 votaciones en asambleas generales bajo estos criterios.
- Acelerar soluciones climáticas innovadoras: para financiar transición energética y desarrollo climático.
- Expansión de las inversiones en la economía social: duplicar el apoyo a inversiones con contenido social en Francia y aumentar presencia en Europa para este tipo de inversiones.
- Compartir conocimientos y mejores prácticas: a través del programa ejecutivo de *Amundi*, compartir las mejores prácticas en ESG con directivos de las empresas en las que invierten.

3.3.5 NN Investment Partners - Holanda

Esta firma holandesa cierra el top 3 de las gestoras con mayor volumen de activos ESG gestionados en sus fondos (Morningstar, 2019). En su sitio web, NN IP señala los siguientes pilares que acreditan su experiencia de dos décadas en inversiones responsables:

- Declaración expresa de su convicción en las inversiones responsables en el sentido de que les “importa y funciona”. Ayudan a los inversionistas a que contribuyan a un mundo mejor con rentabilidades atractivas (NN IP, 2020).
- Convicción 1: conscientes de las repercusiones que tiene para el planeta el cambio climático, manifiestan que tienen una responsabilidad de trabajar por un futuro sostenible, que va más allá del retorno financiero de corto plazo.
- Convicción 2: consideran que existe una estrecha relación entre la aplicación de criterios ESG y su efecto positivo de largo plazo, con una mejora en la rentabilidad ajustada por riesgo.

- Destacan cuatro pilares para la inversión responsable:
 - Criterios de restricción: antes de seleccionar las inversiones, analizan el universo de posibilidades para establecer cuáles se adaptan a sus directrices, valores y convicciones de inversión. Estos mecanismos se basan en la gobernanza, los derechos humanos, laborales, medio ambiente y corrupción, con listas públicas de empresas de todo el mundo que no se ajustan a estos elementos:

Nuestros criterios de inversión responsables especificados en normas se afectarán a conductas controvertidas de corporaciones y países, así como la participación en productos o servicios específicos, lo que refleja nuestras restricciones en cuanto al comercio controvertido de armas y armamento, la extracción de arenas bituminosas y oleoductos polémicos, la producción de tabaco y la extracción de carbón para centrales térmicas. (NN IP, 2020, p. 4)
 - Política de voto en las empresas en las que invierten. Diálogo permanente con dichas empresas, respecto de la aplicación de los factores ESG.
 - Integración de factores ESG: procedimiento para identificar, evaluar e integrar los criterios en cada una de las inversiones que realizan, de manera que sea demostrable su aplicación en todo el proceso de inversión en cualquier momento.
 - Información transparente para los clientes respecto de las estrategias sostenibles que impactan positivamente los criterios ESG.

3.4 Tendencias en distribución de fondos

En el apartado anterior se detalló el avance en términos de las estrategias de algunas gestoras frente a la gestión de fondos de inversión, que aplican criterios ESG en sus procesos de selección de activos. En este capítulo se revisan experiencias correspondientes a la distribución o

comercialización de esos productos, con un enfoque basado en el concepto de innovación y desarrollo de nuevas tecnologías para este fin.

En términos prácticos, esta actividad consiste en la venta directa o tercerizada de fondos a clientes potenciales de diferentes segmentos. La regulación colombiana la define como aquella actividad que comprende la promoción de fondos de inversión colectiva, con miras a la vinculación de inversionistas a dichos fondos y que podrá ser desarrollada por sociedades administradoras de fondos o por distribuidores especializados (Decreto 2555 de 2010).

Este eslabón de la cadena de administración de fondos es uno de los asuntos que reviste importancia en la industria local. Asobancaria (2019) señala que uno de los retos que tiene la industria es apalancar la distribución de fondos a través de las redes bancarias, con el objetivo de solventar el problema de costos de vinculación y distribución. Esta actividad desarrollada de manera especializada genera incentivos para que los clientes tengan mejores oportunidades de inversión y se busquen eficiencias e innovaciones en ese eslabón de la cadena. Este asunto se plantea de manera general, para abordarlo en el capítulo de retos, al final del documento.

En el mundo de los fondos de inversión existen diferentes modelos de distribución: venta exclusiva de fondos propios, venta a través de terceros especializados, o distribución a través del modelo de arquitectura abierta. Esta última se materializa en la práctica a través de los “supermercados de fondos” y consiste básicamente en plataformas o instituciones financieras especializadas, que comercializan fondos propios y fondos de otros gestores. Bajo la directiva europea de instrumentos financieros (MiFiD), este modelo se conoce como asesoramiento independiente.

Las nuevas tecnologías se han constituido en pilares estratégicos de diferentes sectores económicos y la industria financiera no es la excepción. El sistema bancario (sistema intermediado que comprende la actividad de captación y colocación de recursos a través de crédito), avanza en la senda de la innovación y digitalización, para proporcionar a los clientes una serie de mecanismos más sencillos para acceder a sus servicios tradicionales de captación y colocación.

Los procesos de digitalización de la banca se centran en facilitar la solicitud de créditos en plataformas digitales, abrir cuentas y realizar transacciones con disponibilidad de recursos permanente; efectuar vinculaciones con procesos de autenticación digital (huella dactilar, reconocimiento facial, voz, etc.) y, en general, permitir el acceso ágil a los productos y servicios a través canales intuitivos, confiables y eficientes. Para ello, las entidades se apoyan en el uso de nuevas tecnologías provistas por los avances en: inteligencia artificial, *Blockchain*, *Machine Learning*, *Deep Learning* y *Big Data*. Estas tecnologías las aplican en sus procesos a través de desarrollos propios, o a través de alianzas con empresas *Fintech*, especialistas en este tipo de desarrollos.

El mercado de capitales también está avanzando en este proceso de transformación. Como se evidencia en la práctica, en el mundo es posible encontrar herramientas que incorporan inteligencia artificial y procesos digitales para actividades que comprenden, desde vincular ágilmente a los clientes, hasta realizar recomendaciones de inversión acordes con las necesidades y tolerancia al riesgo (procesos automáticos de *suitability*). También promueven estrategias para permitir que los clientes constituyan nuevas inversiones, facilitando la disponibilidad de sus recursos, así como para generar recomendaciones profesionales con base en el análisis de datos, entre otros servicios.

Un caso concreto de esta tendencia es el avance de los asesores digitales automatizados (*Robo-Advisors*). Actualmente varias instituciones financieras dedicadas a la gestión de activos realizan procesos de ejecución automática de órdenes en los mercados de renta fija y de renta variable (a través de fondos o activos específicos), hacen rebalances automáticos en los portafolios y, en casos más avanzados, ofrecen herramientas de *trading* algorítmico, que son utilizadas para identificar y aprovechar imperfecciones milimétricas de los mercados y hacer gestión activa de carteras de inversionistas más especializados.

Estos y otros avances han permitido que los costos asociados a la operatividad de los diferentes negocios de la industria financiera global tiendan a ser más competitivos, permitiendo que los participantes cuenten con más facilidades de acceso a productos de ahorro, inversión y de crédito con relaciones costo-beneficio óptimas.

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID y Finnovista, 2017), en un informe sobre los retos y oportunidades de las *Fintech* en América Latina, destacó el crecimiento de la industria de servicios financieros digitales. Señala cómo estos nuevos desarrollos tecnológicos desafían el *statu quo* de la industria tradicional, y concluye que dichos avances ampliarán la cobertura de empresas y personas para que puedan acceder a servicios financieros, y con ello se incrementará la inclusión y la formalización. Sin embargo, llama la atención sobre los riesgos que deberán gestionarse frente a esta nueva realidad, tales como: reacción de los agentes tradicionales, ausencia de regulación clara y oportuna y falta de acceso por dificultades en la conectividad que tienen los países en vía de desarrollo.

En esta misma línea, Philippon (2019) en documento publicado por el Banco Internacional de Pagos, plantea que el avance de la innovación en el sector financiero podría modificar las estructuras comerciales que existen actualmente, ajustando la forma en la cual se crea y se ofrecen productos y servicios. No obstante, este panorama también conlleva a que se planteen desafíos en cuanto al manejo de la privacidad de los datos de los clientes, y cómo las eficiencias o potenciales resultados del desarrollo de la innovación financiera podrían contribuir a mayor desigualdad en las sociedades. Estos riesgos se plantean de manera general para futuras investigaciones.

El desarrollo de plataformas digitales para invertir y hacer gestión de patrimonios ha evolucionado al compás de los cambios demográficos, siendo la tecnología un factor importante en el estilo de vida de las nuevas generaciones. Allí se tiene a los *Millenials* (nacidos entre 1980 y 1999), quienes tuvieron que enfrentarse a una transición de lo mecánico y alámbrico a lo digital e inalámbrico, y una generación Z o nacidos después de 1999, quienes tuvieron el privilegio de crecer en pleno *boom* digital. Ello obligó a prácticamente todas las industrias a cambiar la forma de fabricar, distribuir y vender sus productos y servicios, basados en los nuevos hábitos y comportamientos de los consumidores denominados “nativos digitales”.

La industria financiera paulatinamente ha respondido a estos cambios, lo que les ha permitido a los clientes realizar sus inversiones sin diligenciar documentación, con procesos que se ejecutan en minutos y sin desplazamientos, lo que hace algunos años tomaba días o semanas. Deloitte (2020), en su estudio sobre perspectivas de la industria de servicios financieros, advierte que se deben reducir las fricciones e ineficiencias operativas en los procesos de vinculación de clientes, ya que estos demandan mejores herramientas para acceder a los

productos de su interés, evitando desplazamientos, intercambio de documentación, entre otros. Para ello, cobra relevancia el uso de autenticación a través de videos, biometría o imágenes.

Según Deloitte (2016), el crecimiento estimado de los activos bajo administración (AUM) por medio de los *Robo Advisors* será exponencial, hasta alcanzar entre USD \$2.2 billones y USD \$3.7 billones en 2020, logrando hacia 2025 aproximadamente USD \$ 16.6 billones. Esto supone una tasa anual de crecimiento promedio superior al 21% en ese periodo de tiempo.

Otro asunto relevante que algunos gestores de fondos han empezado a desarrollar, consiste en la nueva generación de reportes informativos (fichas técnicas o folletos), a través de mecanismos interactivos que les permiten a los usuarios estructurar informes a su medida, con análisis de datos dinámicos, según su interés, a través de dispositivos móviles. Este es el caso de la gestora Schroders que está cerca de lanzar este producto a sus clientes. El principal desafío que supone este avance de los informes digitales e interactivos es la seguridad de la información, por la sensibilidad de los datos de los productos, de los clientes y de los gestores. La ciberseguridad de principio a fin es un riesgo emergente, que se debe considerar en estos desarrollos para evitar la materialización de riesgos reputacionales (Deloitte, 2020).

Las principales compañías referentes en la industria de fondos de inversión como *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street* tienen en su gestión aproximadamente el 67% del total de activos de la industria de fondos de inversión en el mundo. Estos agentes recientemente han desarrollado nuevas formas de optimizar la distribución de las diferentes alternativas de inversión. Por una parte, enfocan esfuerzos en los equipos de estrategia para desarrollar portafolios modelo con diferentes atributos y perfiles, dentro de los cuales, por supuesto, se encuentran los atributos ESG que se trataron en el capítulo anterior.

Adicionalmente, las entidades suscriben alianzas con grandes instituciones financieras y compañías *Fintech*, especializadas en proporcionar canales digitales de distribución, en aras de incentivar las facilidades de acceso a diferentes segmentos de inversionistas (desde el institucional hasta el *retail*). De esta forma agilizan los procesos de vinculación y la transaccionalidad, con mecanismos de inversión costo-eficientes, con productos de bajos montos de inversión y permanente acompañamiento de los equipos comerciales, ya sea personalmente o a través de *Robo-Advisors*.

3.4.1 Vanguard- Estados Unidos

En Estados Unidos, *Vanguard* (2020), además de ser una de las tres gestoras más grandes del mundo y pionera en la industria de la gestión indexada, gracias a la iniciativa de su fundador Jhon Bogle (1929-2019), actualmente es líder en herramientas de *Robo advisor* con USD \$161.000 millones en AUM, a través de sus dos plataformas de inversión: *Vanguard Personal Advisor Services* y *Vanguard Digital Advisor* (Friedsberg, 2020). La primera solución está dirigida a clientes con portafolios superiores a USD \$50.000 y la segunda se enfoca en el segmento “*retail*” para clientes con portafolios desde USD \$3.000.

La diferencia entre las dos soluciones es que *Vanguard Personal Advisor Services* ejecuta el proceso con el acompañamiento de un asesor financiero humano, lo que se conoce como asesoría “Biónica” (Robot - Humano). Otra diferencia tiene que ver con los costos. Mientras el modelo “Biónico” tiene comisiones que oscilan entre el 0.30% para activos hasta de USD \$5 millones y 0.05% para cuentas de más de USD \$ 25 millones, la herramienta *Vanguard Digital Advisor* tiene un costo estándar de 0.15%. Ambas opciones incluyen los servicios de rebalanceo e incluyen la oferta de ETF y fondos tradicionales digitales y de bajo costo.

3.4.2 Open Bank – España

En España, la firma Openbank S.A., apoyada por el Grupo Santander, se consolidó como el primer banco 100% digital y uno de los más grandes en Europa, con presencia en Alemania, Países Bajos y Portugal. Lanzó recientemente su iniciativa “*OpenBank Wealth*” en alianza con *BlackRock*, que consiste en un servicio de inversión automatizada con *Robo Advisor*, que le permite a cualquier persona, desde el celular, conocer su perfil de inversionista, definir un objetivo y horizonte de inversión y acceder a portafolios diseñados y gestionados por su aliado estratégico, con aportes a partir de EUR 500.

Dentro de estas plataformas novedosas y accesibles, los usuarios pueden realizar un monitoreo en tiempo real de sus objetivos, revisar métricas de desempeño y de riesgo de su inversión, así como disponer de los recursos invertidos en cualquier momento y con procesos ágiles. Adicionalmente, en la misma plataforma los clientes pueden comprar o vender acciones, fondos tradicionales o ETF, productos derivados más sofisticados como los “*warrants*” o incluso cotizar planes de pensión que se adapten a sus necesidades u objetivos de inversión.

Estas herramientas permiten integrar los servicios sin que los clientes incurran en altos costos transaccionales, reto que impone a otros mercados, como el colombiano, la necesidad de avanzar en la integración de plataformas de *front, middle* y *back office*, de manera que se propenda por más eficiencia, servicios más ágiles con mejores herramientas de información y de asesoría para los clientes, lo que redundará en productos de mayor valor agregado en términos de retorno/costo.

3.4.3 Allfunds Bank – España

Allfunds Bank es uno de los distribuidores de fondos más grandes del mundo para el segmento institucional. Ha realizado alianzas con instituciones de trayectoria en la creación de fondos mutuos y ETF como *BNP Paribas*, *Credit Suisse*, *Nordik Fund Market* y el grupo sueco *Folksam*, con el objetivo de incorporar en su robusta plataforma tecnológica miles de fondos de inversión, para que sean distribuidos en todo el mundo a clientes institucionales.

Las alianzas además incorporan una gama de servicios que *Allfunds* ofrece en el segmento *wealth-tech*, para que sus clientes puedan contar con soluciones de construcción de portafolios a la medida o herramientas para generar reportes, que cumplan con todas las exigencias de MiFiD II, o su más reciente lanzamiento, el *Digital Selector*, una plataforma de búsqueda de fondos de múltiples características.

Es por esta razón que la firma cuenta en la actualidad con más de 620.000 millones de euros en AUM y ofrece alrededor de 87.000 fondos de más de 1.600 gestoras, según cifras que publican en su web corporativa (*Allfunds Bank*, 2020).

3.4.4. Self Bank – España

Otro caso interesante en la comercialización de fondos, a través del modelo de arquitectura abierta, es el caso de “Self Bank” en España. Este modelo denominado “supermercado de fondos” cumple una función esencial que dinamiza la oferta amplia de productos, facilitando a las personas el acceso a una variedad de fondos de distintas gestoras en un solo sitio y con información transparente.

Este banco 100% digital, comercializa más de 3.500 fondos de más de 70 gestoras y tiene como premisa la gestión “*Self*”, es decir, que no recomiendan ni gestionan productos, ya que es el cliente quien, por medio de la experiencia y el servicio que ofrecen, selecciona el producto que le interese según su necesidad.

Self Bank integra en una sola plataforma, productos de ahorro tradicional como cuentas de ahorro y CDT, hasta el supermercado de fondos de inversión, junto con módulos de trading para invertir directamente y a muy bajo costo en bolsa. Los procesos de este portal son 100% digitales y en solo 4 pasos los clientes acceden a todos los productos bancarios y de inversión que están disponibles.

Un asunto importante en el modelo de arquitectura abierta tiene que ver con el tratamiento tributario que existe en España, para los traspasos que realiza un inversionista entre varios fondos. Según la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones de España (INVERCO, 2020), este incentivo tributario consiste en que los recursos que un inversionista traslada del “fondo A” al “fondo B” están exentos de retenciones por impuesto de renta, lo que permite una asignación eficiente de los recursos de un inversionista en función del perfil de riesgo y/o condiciones particulares de la inversión. Solo hasta que se hagan efectivos los retiros de las participaciones en un fondo, se aplica la retención en la fuente, conforme lo indica la Ley sobre la base de rendimientos generados en la inversión liquidada.

En Colombia el Artículo 368-1 del Estatuto Tributario establece el mecanismo de retención en la fuente al momento de pago en los FIC, es decir, que esta se practica una vez el inversionista retire una parte o toda la participación de un FIC. La retención en la fuente se aplica apenas se redimen las participaciones de un FIC, independientemente de que ese retiro sea para trasladarse

a otro FIC, es decir, el traslado entre fondos en Colombia está sujeto a retención en la fuente por renta. Además, estos traslados están sujetos al gravamen de los movimientos financieros (GMF o 4x1000), siempre y cuando el segundo fondo al que se traslada la inversión sea un producto de otra administradora.

3.4.5 BBVA Asset Management – España

Con cifras a marzo de 2020, publicadas por INVERCO, BBVA *Asset Management* de España, registra más de 35.000 millones de Euros en AUM solo en dicho país, cifra equivalente al 121% del AUM de toda la industria de FIC en Colombia.

El proceso de transformación digital que ha adelantado esta firma en los últimos años ya les permite a los clientes acceder rápidamente a un catálogo de 2.400 fondos, entre propios y de terceros, con acceso a toda la información de los productos de 50 gestoras internacionales (características, folletos informativos, rentabilidades, comisiones, etc.) (BBVA AM, 2018).

Es otro ejemplo claro del modelo de arquitectura abierta que pone a disposición de los clientes una amplia gama de alternativas, para satisfacer diferentes objetivos de inversión y perfiles de riesgo.

Según la información corporativa publicada por BBVA AM, en 2019, el 51% de sus clientes realizan las operaciones de sus fondos de inversión a través de canales digitales, con las herramientas que están disponibles en el APP y en el portal web transaccional de la firma. Estos servicios los han dividido en tres niveles, según el grado de asesoramiento que requiera el cliente: “*do it yourself*”, “*Quality Funds Invest*”, “*BBVA invest*”, “Mis inversiones”, “*Future planner*” y “Multiestrategia” (BBVA, 2019).

En estas herramientas, el cliente selecciona el fondo que se ajuste a sus necesidades, escoge si realizará aportes periódicos o no (o una combinación mix de las dos posibilidades), y la cuenta o el fondo desde donde se realizará el aporte.

Para acceso a fondos de terceros, diseñaron la plataforma de arquitectura abierta “*Quality Invest*”, a través de la cual el inversionista puede filtrar la información de los fondos por gestora nombre del fondo, moneda del fondo, geografía, tipos de activos, tipo de riesgo (alto, medio o bajo), temáticas de inversión (megatendencias) y filtros con los fondos más buscados y contratados (BBVA AM, 2018).

La herramienta “*BBVA Invest*”, lanzada en abril de 2018, es un mecanismo gratuito que les permite a los inversionistas contar con asesoramiento simplificado, para recibir recomendaciones de fondos desde 600 euros. Con dicha herramienta, el cliente diligencia cuestionarios de perfilamiento y, con base en el análisis de conveniencia, se le genera al cliente una recomendación sobre el producto que se ajusta a su perfil, horizonte y objetivo de inversión. A este proceso de conocimiento de objetivo y recomendación de producto se le conoce como “*suitability*” o análisis de conveniencia e idoneidad. Esta herramienta realiza un balance anual de las características personales del cliente, con el fin de revisar si es pertinente un cambio en la recomendación del producto (BBVA AM, 2019).

Con “*BBVA Mis inversiones*” (BBVA, 2019), se les ofrece a los clientes revisar el estado y comportamiento de la rentabilidad de todas las inversiones realizadas. Esta herramienta le permite al cliente revisar rentabilidades históricas por producto, portafolios completo,

comparativos entre fondos, entre otros. Esto le permite al cliente de forma interactiva tomar decisiones de inversión, realizar traslados o rebalanceos entre fondos y retiros (BBVA, 2019).

3.4.6 Privé Technologies - Hong Kong, Asia

En Asia, por ejemplo, se encuentran un gran número de compañías *Fintech*, que logran nutrir de opciones a las grandes instituciones financieras, con el fin de contar con aliados de primer nivel para la distribución de vehículos de inversión a millones de clientes, mejorando los costos y la eficiencia operativa de la actividad tradicional de asesoría en inversiones. Según Deloitte (2019), los *Robo Advisors* en Asia cuentan con 17.9 millones de usuarios, gestionando activos por USD \$86.000 millones.

Para mencionar uno de los casos de este tipo de negocio, encontramos a *Privé Technologies*, una *startup* fundada en 2011 con domicilio en Hong Kong y presencia en 5 países más (Singapur, Tailandia, Taiwán, Alemania y Austria), y es una de las 14 compañías de más crecimiento en Asia, según Financial Times FT1000 (2018); especializada en el segmento *wealth-tech*, ofrece un amplio portafolio de soluciones para las instituciones financieras enfocadas en la gestión patrimonial, banca privada y asesores independientes.

Con un portafolio de soluciones completamente modular, cualquier institución puede incorporar el proceso completo o el módulo que requiera, iniciando con la vinculación de sus clientes e incorporando tecnologías como reconocimiento facial, pasando por el proceso de perfilamiento de riesgo, optimización de portafolios por medio de algoritmos evolutivos, una herramienta de búsqueda de instrumentos financieros, la herramienta de comparación de activos o portafolios, un módulo de recomendación de portafolios para los inversionistas basado en sus

objetivos de inversión y situación financiera, así como una herramienta de rebalanceo masivo y un generador de reportes que cumplen todos los lineamientos regulatorios.

Cuentan también con módulos para la incorporación, creación y monitoreo de productos estructurados y todo lo relacionado con la operatividad y controles en la transaccionalidad de productos (compra/venta), generación de órdenes y conexión con los sistemas *core* para el registro de operaciones. Por supuesto, incorporan todas las interfaces para los asesores y usuarios a través de la funcionalidad espejo, en la cual los asesores pueden guiar a los clientes dentro de la solución.

Privé ha logrado múltiples reconocimientos en importantes eventos *Fintech* en los últimos años. De igual forma, en 2018, Kaplan, la plataforma de educación financiera líder en el mundo, en conjunto con la Escuela de Negocios de la Universidad de Singapur, le otorgaron a *Privé Technologies* la calificación más alta como la mejor plataforma de *Robo-Advisory* para las instituciones financieras.

Parte de este ejercicio de exploración cobra relevancia para demostrar que en varios países la distribución de productos de inversión como los ETF y los Fondos de inversión tradicionales, están a la vanguardia con respecto a la incorporación de nuevas tendencias en materia tecnológica. También es claro que es relevante contar con incentivos por parte del Estado, para permitir que la velocidad con la que los consumidores están moviendo al mundo, sea la misma que se tenga a la hora de diseñar formas para regular la adopción de estas nuevas tendencias.

4. Evolución, retos y oportunidades de la industria de FIC en Colombia

En el capítulo anterior, se realizó una descripción de las tendencias internacionales en la gestión y distribución de fondos de inversión de varias firmas internacionales, como referentes que podrían ser útiles para la adopción de nuevas estrategias por parte de los administradores locales.

En la actividad de gestión se hizo un énfasis en lo referente a la aplicación de criterios ESG, como elemento diferenciador y de valor agregado de cara a los retos de lucha contra el cambio climático, que marcará gran parte de los esfuerzos en la próxima década. En cuanto a la distribución, se resaltaron estrategias innovadoras que han sido implementadas por diferentes agentes en otras jurisdicciones, junto con elementos regulatorios del mercado español sobre esta actividad.

En este capítulo se recogen esas experiencias internacionales, para plantear algunos retos que enfrenta la industria colombiana de fondos de inversión colectiva, sobre la base de un análisis general de la arquitectura regulatoria, en desarrollo de los dos últimos objetivos específicos planteados en la parte inicial del documento.

4.1 Evolución de la industria

En Colombia la industria de FIC se ha transformado de manera significativa en los últimos siete años. Actualmente el mercado cuenta con una estructura regulatoria moderna, que se incorporó en junio de 2013 con la expedición de los Decretos 1242 y 1498 por parte del Ministerio de Hacienda. Este hito permitió dinamizar de manera importante el mercado, dado el enfoque de

especialización de actividades y elevación de estándares en cada uno de los elementos que componen esta arquitectura.

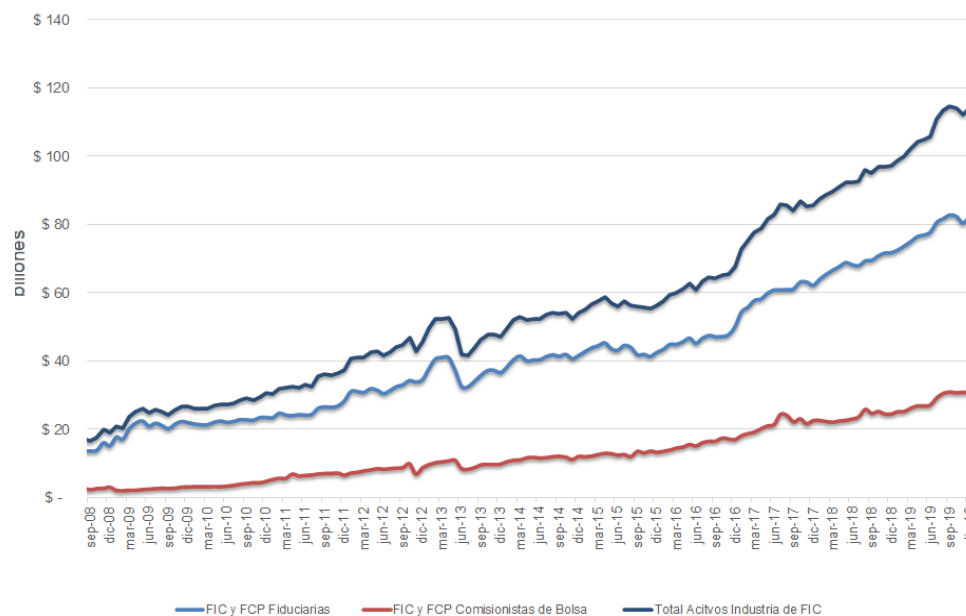
A través de este marco normativo, que cumple con los principios de IOSCO ya mencionados, se facilitó la estructuración de nuevos fondos y se fomentó la especialización de las actividades de gestión (toma de decisiones de inversión), distribución (venta o comercialización) y custodia de valores (*securities services*). Propiciar estándares más altos en la industria ha permitido incrementar el acceso de más inversionistas al mercado de capitales, luego de diferentes crisis de confianza que se experimentaron a comienzos de la segunda década.

Esta arquitectura regulatoria promueve diferentes elementos de vanguardia que se utilizan en otros mercados. La especialización promueve economías de escala y genera eficiencias en cada eslabón de la cadena, al otorgar incentivos para que los agentes enfoquen sus esfuerzos en las actividades que generen valor para los clientes. Es decir, que las entidades que estratégicamente decidan gestionar portafolios, se puedan concentrar en esa actividad, mientras que otros agentes pueden distribuir, si así lo deciden. En este modelo cada uno de los actores de la cadena puede potenciar sus capacidades, lo que redundará en economías de escala en la industria con productos de altos estándares para los inversionistas, tal como ocurre en otros países.

No obstante el avance en el marco regulatorio, el mercado tiene por delante varios retos que merecen ser abordados, para incrementar su profundización y afianzarlo como canalizador eficiente del ahorro de todo tipo de inversionistas hacia el mercado de capitales. Según cifras publicadas por la Superintendencia Financiera, entre 2009 y 2019, los activos administrados en FIC como porcentaje del PIB pasaron del 4% al 10%, alcanzando \$112 billones de pesos (USD

\$34.177 millones), frente a \$27 billones en 2009. Este volumen de activos indica que se ha cuadruplicado el AUM a una tasa de crecimiento anual promedio del 15% en dicho periodo.

Gráfico 11. Evolución AUM industria de Fondos de Inversión Colectiva



Fuente: Asociación de Fiduciarias con cifras de la Superintendencia Financiera, 2020.

En términos del número de inversionistas, entre 2012 y 2019, los FIC pasaron de 900.000 a más de 1.700.000, equivalente al 3% de la población colombiana, con crecimiento anual promedio del 9.5% en dicho periodo. Estos recursos están invertidos en 280 productos, incluyendo los fondos de capital privado² (Superfinanciera, 2020).

Colombia cuenta con una particularidad en términos de la licencia que otorga el Estado para administrar este vehículo. Con datos al cierre de 2019, 37 entidades financieras vigiladas y autorizadas por la Superintendencia administraban al menos un FIC: 20 Sociedades Fiduciarias, 15 Comisionistas de Bolsa y 2 Sociedades Administradoras de Inversión.

² Los Fondos de Capital Privado por definición normativa, consignada en el Decreto 2555 de 2010, son Fondos de inversión colectiva cerrados que invierten al menos 2/3 partes de su portafolio en activos diferentes a títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE.

Según cifras de la Superintendencia Financiera (2020), las Fiduciarias son las principales administradoras de fondos con el 75% del total de activos del mercado y el 25% restante es gestionado por las Comisionistas de Bolsa. Este modelo de licencia compartida no es tan común en otras jurisdicciones. Chile y España, por ejemplo, cuentan con licencias exclusivas para gestionar o administrar fondos de inversión.

Si bien los datos muestran avances significativos, luego del cambio de arquitectura en el 2013, comparado con otros mercados, se observa el potencial de crecimiento a largo plazo. El mercado chileno tiene una profundidad del 23% de PIB, equivalente a más de USD \$59.427 millones de dólares de AUM y más de 2.5 millones de clientes (10% de la población y con menos de la mitad de la población colombiana). La oferta de fondos es de 2.800 alternativas gestionados por 19 administradoras (AAFV, 2020).

Por su parte, el mercado español tiene una profundidad el 35% del PIB (US\$ 348.873 millones en activos), más de 12 millones de inversionistas (32% de la población) y una oferta de 2.700 fondos (INVERCO, 2020).

Tabla 2. Comparativo industrias de fondos de inversión

País	AUM (millones USD)	Inversionistas	AUM/PIB	# de Fondos
Colombia	34.177	1.867.851	10%	280
Chile	59.427	2.527.466	23%	2.818
España	348.873	12.199.418	35%	2.753

Fuente: Elaboración propia con información de la Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión (FIAFIN). Información a diciembre de 2019.

Un avance importante para la industria en Colombia fue el proyecto de categorización, gestado desde 2015 por la Asociación de Fiduciarias y al que se vinculó la Asociación de Comisionistas de Bolsa (SIFIC, 2020). Luego de dos años de trabajo, el esquema y su metodología fueron

lanzados al público en julio de 2018 y tuvo como objetivo clasificar la oferta de fondos, dependiendo del tipo de activos en los que invierten, para generar un mecanismo de comparación para el público.

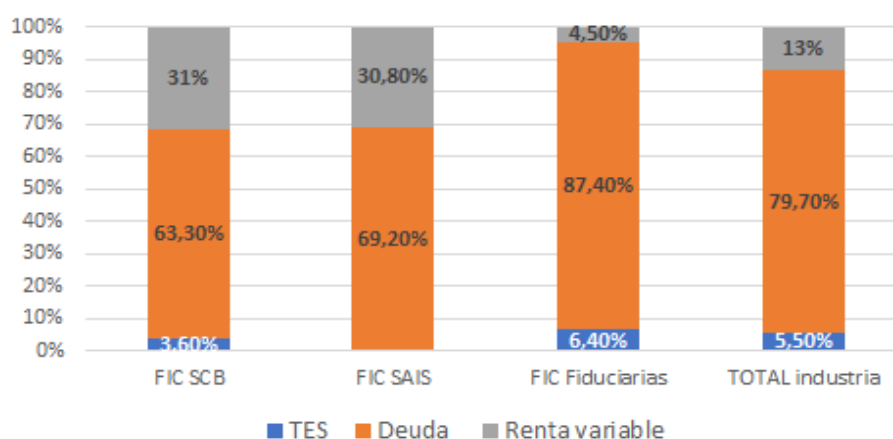
Fue así como esta iniciativa de autorregulación creó una plataforma de información con 6 macrocategorías y 22 categorías, que agrega más del 96% del AUM de la industria (Ver tabla 3). De esta manera, cualquier persona tiene acceso a la información para realizar comparaciones de rentabilidades entre los fondos de una misma categoría, herramienta que genera transparencia en la información del mercado hacia los diferentes grupos de interés.

Tabla 3. Categorías de FIC en Colombia

MACROCATEGORÍA	CATEGORÍA
FIC Renta Fija	Nacional Alto Rendimiento
	Nacional Liquidez
	Nacional Entidades Públicas
	Nacional Corto Plazo
	Nacional Mediano Plazo
	Nacional Largo Plazo
	Internacional
FIC Balanceados	Riesgo Local
	Moderado Local
	Mayor Riesgo Local
	Menor Riesgo Global
	Moderado Global
FIC Accionarios	Mayor Riesgo Global
	Nacional
FIC Bursátiles	Internacional
	Accionarios Beta
FIC Inmobiliarios	Accionarios Smart Beta
	Desarrollo Nacional
Otros FIC	Rentas Nacionales
	Fondos de Activos de Crédito
	Otros Fondos Accionarios
	Otros Fondos

Fuente: Elaboración propia con información del Sistema de Información de Fondos de Inversión Colectiva –SIFIC, 2020.

Si bien el mercado ha crecido notoriamente y se han presentado desarrollos importantes de autorregulación, la diversificación es un asunto que genera varias reflexiones, ya que cerca del 80% de los portafolios de los FIC están invertidos en títulos de deuda, emitidos por establecimientos de crédito (CDT).

Gráfico 12. Composición portafolios industria FIC

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - Febrero 2020.

Al respecto, Maiguashca (2016) afirma que la industria en Colombia está orientada hacia un “modelo intermediado” y no a un “modelo de mercado”. Esta característica de los portafolios locales se aparta de la esencia de los productos clásicos, que canalizan recursos al mercado de capitales, dada la concentración que tienen en activos de captación propios del sistema bancario.

4.2 Retos de la industria de FIC

La Misión del Mercado de Capitales constituida por el Gobierno Nacional en agosto de 2018 entregó su informe definitivo, con las recomendaciones a finales de 2019. En dicho documento, los comisionados hacen referencia al importante crecimiento que han tenido los FIC tanto en el AUM como en el número de clientes durante los últimos 9 años. No obstante, alertan sobre la alta concentración que tienen los portafolios de los FIC en CDT emitidos por entidades bancarias, (entre 85% y 87% desde 2015), situación que no se transmite a las comisiones que se les cobran a los inversionistas (Informe misión del mercado de capitales, 2019, pp.55, 56, 57).

Adicionalmente, pese a los avances que se han presentado en revelación de información, aún existe la necesidad de facilitar el acceso a más información de los fondos y con un alcance superior al que actualmente se tiene. Tal como se observó en otros mercados, la apertura de los agentes para revelar toda la data relacionada con los productos es determinante para estimular la demanda.

En esa línea, la misión del mercado de capitales recalcó en sus recomendaciones, el impacto positivo el acceso a la información. Este elemento contribuye con la competencia, la innovación y el uso de nuevas tecnologías por parte de los agentes, así como una mayor transparencia para los usuarios, ya que podrían contar con más herramientas para comparar características, costos, rentabilidades y toda la información relevante de los productos (Informe misión del mercado de capitales, 2019, p.188).

Por otra parte, la primera encuesta realizada en Colombia por la Superintendencia Financiera sobre *Riesgos derivados del Cambio Climático y las Finanzas Verdes por parte de las entidades vigiladas*, concluyó que, “el 50% de los establecimientos bancarios, el 73% de las sociedades fiduciarias, el 66% de las compañías de seguros de vida y de las sociedades administradoras de fondos de pensiones, no han identificado los impactos en sus negocios frente a la exposición que tienen a los factores de riesgos físicos o de transición, derivados del cambio climático” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2019, párrafo 7 - en línea).

De igual manera, los avances acelerados en digitalización e innovación generan la necesidad de avanzar hacia modelos de negocio, que les permita a los consumidores realizar sus transacciones de una forma más eficiente y con más agilidad en cada uno de los servicios que se ofrecen en el sistema financiero (WEF, 2015).

Estos desarrollos han permitido que mercados con altos niveles de profundidad procesen volúmenes de información con herramientas de *big data*, con segmentación de clientes para que éstos accedan a portafolios gestionados, con las mejores prácticas y a través de múltiples canales de distribución digital. Los desafíos alrededor de estas nuevas realidades globales son mayúsculos a la hora de estructurar, gestionar y distribuir productos financieros, para responder a las exigencias de un mundo cada vez más conectado y competitivo.

Ehrentraud y García Ocampo (BIS, 2020), plantean también los riesgos que la innovación financiera puede traer en términos de la estabilidad e integridad del sistema financiero, así como las oportunidades, pero también los riesgos potenciales para los consumidores financieros, temas sobre los cuales la regulación deberá prepararse. De esta manera, los autores plantean que el desafío para los reguladores será la búsqueda de un equilibrio que se debe lograr entre maximizar los beneficios de la innovación, mientras se minimizan los riesgos que se generan en el sistema. Así mismo, el FSB (2017) desarrolló diez elementos que merecen la mayor atención de las autoridades, destacando tres sobre los cuales se requiere articulación intergubernamental: riesgo cibernético, riesgo operativo y riesgos macrofinancieros, por la existencia de mayores niveles de interconectividad e interoperabilidad de los agentes.

Estas visiones plantean la importancia de gestionar de manera integral los nuevos riesgos a los que se verán enfrentados los mercados en diferentes jurisdicciones, debido al avance de las nuevas tecnologías. Si bien se sale del alcance del presente trabajo, se considera pertinente dejar planteada esta visión para efectos de profundizar en posteriores estudios sobre la materia.

Frente a los asuntos descritos anteriormente, la experiencia internacional otorga varias líneas de acción para el mercado colombiano que, como se indicó, para el tamaño de su economía y

población, debería alcanzar un nivel de profundidad cercano al 20% del PIB y casi duplicar el número de inversionistas, pero ello implica ofrecer portafolios más diversificados y facilitar el acceso a través de mecanismos eficientes de asesoría y de vinculación. Esto reviste importancia teniendo en cuenta el rol que desempeña el modelo inversión colectiva en el mundo, como mecanismo de acceso al mercado de capitales.

4.3 Retos en la gestión

- Con base en la revisión realizada, es claro que se debe avanzar en la estructuración de fondos con un mayor nivel de diversificación por tipos de activos del mercado de capitales, ya que actualmente están concentrados en títulos emitidos por establecimientos de crédito.
- En Colombia solo existe un fondo de inversión colectiva con enfoque sostenible administrado por Valores Bancolombia, Sociedad Comisionista de Bolsa. Si bien algunas entidades han venido avanzando en este proceso y en la capacitación del recurso humano para estructurar productos que apliquen criterios ESG, es importante generar una mayor sensibilización en la industria frente a este reto que, como lo han indicado diferentes organismos internacionales, determinará la competencia de los mercados de gestión de activos en la próxima década.
- Prepararse desde ya, con una oferta de portafolios que persiga criterios de sostenibilidad, marcará ventajas competitivas claras y contribuirá con la mitigación de los riesgos que traerá consigo el cambio climático y la transición social. Los llamados de la comunidad científica y de los organismos multilaterales han sido claros frente a este asunto, por tanto es el momento de diseñar una estrategia para avanzar en este desafío.

- En línea con lo anterior, se resalta el lineamiento estratégico planteado por la Superintendencia Financiera de Colombia, con base en los resultados de la encuesta de *Riesgos y oportunidades del cambio climático*), en la cual estableció un plan de trabajo compuesto por cuatro frentes que buscan un sistema financiero más sostenible: i) Taxonomía homogénea para incorporar criterios de sostenibilidad en los proyectos o inversiones; ii) adoptar criterios ESG en los procesos de inversión; iii) transparencia en la información sobre riesgos asociados al cambio climático y, iv) articulación y construcción de competencias en el mercado (Superintendencia Financiera de Colombia, 2019).
- El reto señalado anteriormente, plantea otras discusiones respecto de la oferta o emisiones de títulos en el mercado de capitales, con enfoque sostenible, ya que esta es limitada. Actualmente Colombia cuenta con cinco empresas que han emitido bonos con enfoque sostenible, situación que deja claro que existen pocas alternativas para que los inversionistas institucionales, como demandantes de títulos en el mercado, puedan estructurar portafolios ESG con emisores locales. El único FIC que incorpora la sostenibilidad como parte de su política de inversión, acude a los ETF del exterior que replican índices bursátiles con criterios ESG.
- La discusión de los costos que se evidencia en otros mercados como el estadounidense y el europeo, deberá ser un asunto para revisar en Colombia, teniendo en cuenta los comportamientos que presentan los fondos de gestión pasiva frente a los fondos de gestión activa. La presión de los costos cada año muestra una tendencia a la baja en la industria global, y la forma de llegar a un escenario de costos bajos es generando eficiencias en todos los procesos. Esta situación cobra más sentido con el escenario actual de tasas de interés a la baja en todas las economías.

- Mejorar la información disponible para los inversionistas. Para este propósito es clave potenciar el esquema de categorización de FIC que fue lanzado por la industria en el 2018. En este frente, falta mayor difusión y mejores herramientas para que los usuarios puedan interactuar de manera ágil con los datos que se generan sobre estos productos (reglamentos, fichas técnicas, prospectos, rentabilidades, composiciones de portafolios, etc.).
- Respecto de los reglamentos, prospectos y fichas técnicas de los fondos, es pertinente evaluar el contenido con alto nivel técnico, para encontrar mecanismos de información innovadores y más sencillos, dirigidos a los consumidores, de manera que se eliminen barreras de acceso a los productos por la complejidad de dicha documentación, tal como se planteó en estudio realizado por ANIF en 2016 para Asofiduciarias.
- La regulación actual permite que se especialicen los agentes en las diferentes actividades para propiciar eficiencias en la cadena de valor. Los estudios explorados en la parte inicial del documento, señalan la importancia de que los agentes se dediquen a las actividades en las que agregan valor y tercericen los procesos operativos que pueden contratarse con agentes especializados.

En este aspecto es importante hacer referencia a las recomendaciones realizadas en el estudio sobre la actividad de custodia de valores, publicado por la Asociación de Fiduciarias en el 2019, en el cual se describen los procesos operativos que los custodios pueden desarrollar en el marco de la administración de FIC, atributo de dicha actividad sobre el cual se fundamentó la regulación diseñada en el 2013 y que busca generar economías de escala para el mercado, ya que estos agentes podrían adelantar las actividades de *middle* y *back office* de todo el mercado de capitales.

- La misión del mercado de capitales también hace referencia a la importancia de avanzar en la oferta de fondos de inversión internacionales en el mercado colombiano, de manera

tal que este se pueda convertir en un *hub* regional de FIC, en el marco de integración financiera de la Alianza del Pacífico (Informe misión del mercado de capitales, 2019).

- El caso del mercado español que se describió en los capítulos anteriores, coincide con lo planteado por AFI (2018), en cuanto a los estímulos y beneficios que tiene para el mercado local contar con una oferta más amplia de vehículos internacionales, con diversas estrategias de inversión al alcance de todos los consumidores. Este *driver* incentivaría a las administradoras locales a innovar en sus productos, generaría mayor competencia y estimularía las alternativas de inversión disponibles para el público.

4.4 Retos en la distribución

- La industria local debe pasar de un modelo de arquitectura guiada, como el actual, a un modelo de arquitectura abierta, de tal forma que exista comercialización de fondos de diferentes administradoras locales e internacionales, a través de plataformas digitales. Esta actividad generaría más competencia entre los agentes del mercado y propiciaría economías de escala y facilidades de acceso en beneficio de los inversionistas.
- Lo anterior necesariamente requerirá una revisión al esquema tributario de retención en la fuente y gravamen a los movimientos financieros (GMF o 4x1000), ya que como se observa en otros países, los traslados de un partícipe entre diferentes fondos de inversión no están sujetos a este tipo de impuestos y gravámenes. Ello incentivaría la movilidad entre diferentes alternativas hasta tanto el inversionista no retire los recursos de ningún vehículo.
- Avanzar en procesos de digitalización para vincular clientes a los fondos a través de plataformas virtuales de los administradores. El mundo *Fintech* llegó para quedarse y es imperativo que las entidades locales avancen en este frente para generar un servicio ágil, 100% digital, sencillo y de bajo costo para los usuarios. Si bien en Colombia

existen entidades financieras y algunos emprendimientos *Fintech* que le promueven esta modalidad de distribución, aún existe oportunidad para masificar el acceso a este tipo de productos, apalancados en el mecanismo de cuenta ómnibus que ya está incorporado en la regulación.

- La digitalización señalada anteriormente debe incorporar facilidades en todo el proceso de inversión, esto es: vinculaciones en pocos pasos y sin documentos físicos, mecanismos sencillos de perfilamiento de riesgo, en donde se identifican necesidades, objetivos y horizontes de inversión, hasta llegar a los análisis de conveniencia de producto y la recomendación profesional. Estos modelos implementados en otros países les facilitan la toma de decisiones a los consumidores, sin perder de vista el acompañamiento y la recomendación que debe hacer el administrador. Adicionalmente, las herramientas deberían propiciar un adecuado seguimiento y autogestión de los productos en los que se invierte.
- La categorización cobra relevancia en la distribución, ya que el esquema organiza la oferta para que los usuarios comparen alternativas. Es importante enlazar las categorías definidas por la industria para estimular la demanda de fondos, con base en información objetiva y comparable. En este frente, es necesario ofrecer herramientas sencillas con las que sea posible realizar simulaciones, perfilamientos y contacto con los asesores, para que los usuarios se informen e interactúen de mejor manera con los agentes de la industria.
- En el Decreto 661 expedido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2018), ya se hacen aproximaciones al uso de herramientas tecnológicas para que las entidades puedan implementar un modelo de asesoría para los inversionistas, planteando que el cliente pueda escoger el modelo de atención que prefiera en cualquier momento. Esto abre una primera puerta a que las instituciones financieras adopten aproximaciones a

modelos de asesoría biométrica. Sin embargo, para poder implementar estos mecanismos se debe contar con el acompañamiento de las autoridades, con el fin de que la solución digital cumpla con todo lo exigido en las normas vigentes.

- La regulación en Colombia cuenta con la figura del distribuidor especializado y con la cuenta ómnibus como herramienta que apalanca el desarrollo de esta actividad. En este frente, se considera oportuno que las autoridades agilicen los tiempos en los trámites y procesos de autorización.
- Educación financiera: existe la oportunidad para incrementar el nivel de conocimientos financieros de la población, a través de plataformas educativas que brinden herramientas digitales prácticas con contenidos de finanzas. Como consecuencia de ello, se incrementan las posibilidades de acercar los consumidores hacia los fondos. Para ello es clave avanzar en el desarrollo de estrategias y campañas pedagógicas de amplio alcance, que aporten en el desarrollo de los objetivos de educación económica y financiera que persigue el país desde hace varios años.

5. Conclusiones

Las tendencias que se observan en mercados desarrollados de fondos de inversión, plantean elementos de debate para las industrias en vía de desarrollo, como la colombiana. Si bien, la industria local podría ver lejana estas discusiones por un grado de profundidad aún incipiente del mercado de capitales en general, es pertinente plantear desafíos que desde ya podrían orientar esfuerzos en torno al diseño de estrategias innovadoras y con alto valor agregado, necesarias para mejorar los procesos de administración, gestión distribución y custodia de fondos de inversión colectiva en nuestro país.

Lo anterior, con el fin de analizar referentes prácticos que motiven a los tomadores de decisiones para avanzar por la senda del crecimiento con innovación y eficiencia, elementos que se traducen en mejores productos para los usuarios actuales y para los futuros inversionistas, que exigirán servicios con una relación costo-beneficio razonable, que les genere mayor valor en la consecución de sus objetivos.

El manifiesto estratégico de diferentes gestores internacionales pone de presente la importancia que tiene la industria de gestión de activos, para motivar cambios estructurales en la forma como las compañías en las que invierten, deberían actuar de cara a los riesgos que genera el cambio climático y el desarrollo sostenible en la próxima década.

Estas declaratorias promueven más conciencia por parte de quienes lideran las entidades gestoras y los grandes vehículos de inversión en todo el mundo, con la consecuencia que ello tiene en las empresas que reciben estos flujos de financiación. Este análisis hace que, por ejemplo, los emisores de bonos y acciones en los mercados se vean abocados a mejorar sus estándares de revelación de información, de manera que sus emisiones cuenten con sellos que

los identifiquen como promotores reales de iniciativas y proyectos que combaten el cambio climático (emisiones verdes), o con estrategias que impactan sectores sociales. Temas que resultan cruciales debido a que, el riesgo climático se constituye como riesgo de inversión y todos los inversionistas lo tienen presente en los diferentes mercados, lo que en términos de valoración de activos tendrá efectos antes de lo que muchos prevén.

Se plantean algunos retos que se pueden considerar los más relevantes, dados los casos realizados y los objetivos planteados en el presente documento, invitando, por supuesto, a continuar con la intención de los autores de seguir trabajando, para que la industria continúe transformándose y facilitando el acceso a más personas de manera más ágil, sencilla y con mecanismos digitales, innovadores y sostenibles, contribuyendo de esta forma a robustecer el mercado de capitales, con ofertas de valor diferenciadas y con un propósito que impacte positivamente a la sociedad y al medio ambiente.

Entendiendo las limitaciones estructurales que dificultan el avance de varios de los temas planteados en el trabajo y, partiendo de las diferencias que tienen los mercados objeto de la comparación, se percibe que en la práctica varios de los retos puedan exceder el alcance de la propia industria de fondos e involucrar a otros actores, tal como lo plantea el informe de la misión del mercado de capitales.

En tal sentido, los retos identificados se resumen a continuación:

- Diversificar los portafolios para estimular otras dinámicas en la oferta de títulos emitidos en el mercado de capitales.
- Avanzar en la sensibilización de los temas de inversiones responsables y aplicación de criterios ESG, para motivar nuevos procesos de inversión por parte de los inversionistas

institucionales. En este punto es clave acompañar a las autoridades en sus esfuerzos por encontrar líneas de trabajo, que propenden por encaminar a todos los actores del sistema en esta tendencia inaplazable.

- Robustecer el esquema de categorización de FIC para generar herramientas digitales con mejor información, que les permita a los consumidores realizar comparaciones entre diversos productos de manera ágil y al alcance de todos los interesados.
- En el frente de revelación de información existe espacio para revisar el contenido de las fichas técnicas, de manera tal que existan folletos informativos con lenguaje sencillo para los inversionistas, que les permita analizar el comportamiento de su inversión y las características del producto, con escalas de medición de riesgo claras, con comparativos frente a *benchmarks* de industria, estrategia de inversión, opinión de los administradores, entre otros, que se pueden explorar de otros modelos de fichas y folletos.
- Los aportes a la educación financiera son imperativos para generar conocimientos básicos de la población sobre asuntos económicos y financieros. Este propósito, impulsado con el diseño de plataformas con contenidos enfocados a diferentes grupos objetivo, tendría como consecuencia de largo plazo, un estímulo importante de la demanda hacia productos financieros regulados como los FIC.
- El modelo de arquitectura abierta es un asunto que cuenta con varias fricciones desde el campo tributario, lo cual sería interesante analizar con las autoridades, sobre la base de los incentivos que otras jurisdicciones generan para estimular el ahorro y la inversión de todos los segmentos de la población.
- Avanzar en los procesos de digitalización de los canales, a través de los cuales la población pueda acceder fácilmente y a bajos costos, a una oferta más amplia de productos, con mecanismos de perfilamiento y asesoría sencillos, dependiendo del

producto, y con alternativas de monitoreo de las inversiones, tal como ocurre en otros países.

- La apertura del mercado local para comercializar productos de otros países y la creación del *hub* regional de FIC, que propone la misión del mercado de capitales, constituye un reto importante en el marco de los acuerdos logrados en el capítulo financiero de la Alianza del Pacífico. Colombia ya cuenta con la regulación del pasaporte de fondos con el Decreto 1756 de 2018 y dio un paso en la dirección de recibir fondos del exterior, pero es necesario afinar los mecanismos en doble vía, por parte de los demás países de la Alianza, además de entender la intención real de los agentes locales para recibir la oferta de agentes internacionales.

Referencias

- AFI & Asofiduciarias (2017). *Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español*. Recuperado de Asofiduciarias el 26 de abril de 2020 de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2018/01/Estudio-Asofiduciarias-Diagramado.pdf>
- Allfunds Bank (2020). *Allfunds Bank S.A.U.* Recuperado el 10 de mayo de 2020 de <http://www.allfunds.com>
- Analistas Financieros Internacionales - AFI (2019). *Sostenibilidad y gestión de activos*. Recuperado el 15 de abril de 2020 de <https://www.afi.es/webAfi/descargas/1914098/1368472/Guia-practica-Sostenibilidad-y-Gestion-de-Activos-Afi-y-Allianz-Global-Investors.pdf>
- ANIF & Asofiduciarias (2016). *Estudio sobre Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades*. Recuperado el 13 de mayo de 2020 de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2017/10/estudios-fondos-inversion-colectiva-asofiduciarias.pdf>.
- Asobancaria (2019). *Caracterización del Mercado de Capitales Colombiano: Una perspectiva integral*. Recuperado el 20 de febrero de 2020, de <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/dig-libro-mercado-de-capitales-colombiano-completo-14-de-agosto.pdf>
- Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G. (AAFM). (2020). *Estadísticas*. Recuperado el 24 de abril de 2020 de <https://estadisticas.aafm.cl/>
- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. INVERCO, España (2020). *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*. Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <http://inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2019.pdf>

- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. INVERCO, España, (2020). *Ranking por Gestoras*. Recuperado el 28 de abril de 2020 de http://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/2003_Marzo-2020/2003_17-RKGestoras.pdf
- Asofiduciarias (2019). *Evolución de la Custodia de Valores en Colombia*. Recuperado el 13 de mayo de 2020 de https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2019/10/Custodia-de-valores-en-Colombia_VF-30sept2019.pdf
- Asofiduciarias (2019). *Guía Académica para la Gestión de Riesgos Emergentes*. Recuperado el 10 de mayo de 2020 de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2019/10/Gui%CC%81a-Riesgos-Emergentes-Final-11-10-19.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo y Finnovista (2017). *Innovaciones que no sabías que eran de América Latina*. Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/FINTECH-Innovaciones-que-no-sb%C3%ADas-que-eran-de-Am%C3%A9rica-Latina-y-Caribe.pdf>
- Banco Mundial (2019). *Población, total*. Recuperado el 12 de mayo de 2020 de <https://datos.bancomundial.org/indicador/SP.POP.TOTL>
- BBVA (2018). *BBVA apuesta por el asesoramiento y la transformación para ser líder en fondos*. Recuperado el 10 de mayo de 2020 de <https://www.bbva.com/es/bbva-apuesta-asesoramiento-transformacion-lider-fondos/>
- BBVA (2019). *Los clientes de BBVA realizan más de la mitad de las operaciones con fondos de inversión por canales digitales*. Recuperado el 25 de abril de 2020 de <https://www.bbva.com/es/es/los-clientes-de-bbva-realizan-mas-de-la-mitad-de-las-operaciones-con-fondos-de-inversion-por-canales-digitales/>

- Blood, D., Rininsland, Æ. & Smith, I. (2018). FT 1000: High-Growth Companies Asia-Pacific. Recuperado de *Financial Times* el 10 de mayo de 2020 de <https://ig.ft.com/special-reports/ft-1000/asia-pacific/2018/>
- Carney, M. (2015). Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability. Recuperado de *Bank of England* el 10 de mayo de 2020 de <https://bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0CIA>
- Dannemiller, D. & Collins, S. (2019). 2020 investment management outlook: Crossing boundaries for profitable growth. Recuperado de *Deloitte Insights* el 10 de mayo de 2020 de <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/financial-services-industry-outlooks/investment-management-industry-outlook.html>.
- Datos Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión y Banco Mundial (2020). *Población, total*. Recuperado el 06 de mayo de 2020 de <https://datos.bancomundial.org/indicador/SP.POP.TOTL>
- Deloitte (2020). *2020 investment management Outlook. Crossing boundaries for profitable growth*. Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <https://www2.deloite.com/us/en/insights/industry/financial-services/financial-services-industry-outlooks/investment-management-industry-outlook.html>
- Deloitte Asia Pacific Limited (2019). *Robots are here. The rise of robot-advisers in Asia Pacific*. Recuperado el 10 de mayo de 2020 de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/sg/Documents/financial-services/sea-fsi-robo-advisers-asia-pacific.pdf>

Deloitte (2016). *The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*. Recuperado el 12 de mayo de 2020 de

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf>

- Ehrentraud, J., García, D., Garzoni, L. & Piccolo, M. (2020.). Policy responses to fintech: a cross-country overview. Recuperado de *Bank of International Settlement – BIS* el 26 de abril de 2020 de https://www.bis.org/fsi/publ/insights23_summary.pdf
 - Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión (Fiafin, 2020). *Estadísticas*. Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <http://www.fiafin.org/#>
 - Financial Stability Board - FSB (2017). *Financial Stability Implications from FinTech*. Recuperado el 13 de mayo de 2020 de <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>
 - Financial Stability Board (2017). *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. Recuperado el 15 de marzo de 2020, de <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>
 - Fink, L. (2020). La sostenibilidad es el nuevo pilar de inversión en BlackRock. Recuperado de *BlackRock* el 26 de febrero de 2020 de <https://www.blackrock.com/es/carta-de-blackrock-a-clientes>
 - Fink, L. (2020). Un replanteamiento de las finanzas desde sus cimientos. Recuperado de *BlackRock* el 26 de abril de 2020 de <https://www.blackrock.com/es/carta-de-larry-fink-a-directivos>
- Friedsberg, B. (2020). *Robo-advisors With the Most Assets Under Management -2020*. Recuperado el 12 de mayo de 2020 de <https://www.roboadvisorpros.com/robo-advisors-with-most-aum-assets-under-management/#comments>
- Funds People (2020). *Las 10 gestoras de referencia en ISR*. Recuperado el 26 de abril de 2020 de <https://es.fundspeople.com/news/las-10-gestoras-de-referencia-en-isr>

- Goldman Sachs (2019). *Sustainable Finance: The imperative and the opportunity*. Recuperado el 14 de mayo de 2020 de <https://www.goldmansachs.com/s/sustainability-report/index.html>
- Investment Company Institute - ICI (2020). *Historical Supplement: Worldwide Public Tables, Fourth Quarter 2019, Data in US Dollars*. Recuperado el 09 de abril de 2020, de https://www.ici.org/info/ww_public_hist_us_q4_19.xls
- KPMG (2020). Es el momento de la gestión de activos. Recuperado el 12 de mayo de 2020 de <https://www.tendencias.kpmg.es/2020/01/gestion-activos-transformacion/>.
- León, D. (2019). Emisión de bonos verdes está ganando terreno en toda Colombia. *La República*, 1.
- Maignashca, A. (2016). Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia. Recuperado de *Asociación de Fiduciarias de Colombia* el 25 de abril de 2020 de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2017/10/vision-industria-fondos-inversion-colectiva-asofiduciarias.pdf>
- Marsh & McLennan and Zurich Insurance Group (2020). The Global Risks Report 2020. Recuperado de *World Economic Forum* el 26 de abril de 2020 de <https://www.marsh.com/content/dam/marsh/Documents/PDF/UK-en/wef-global-risks-report-2020.pdf>
- McGrath, J. (2019). ESG frenzy: sustainable fund launches surge in H1. Recuperado de *Expert Investor* el 08 abril de 2020 de <https://expertinvestoreurope.com/esg-frenzy-sustainable-fund-launches-surge-in-h1/>
- Morningstar (2019). *European Sustainable Funds Landscape*. Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sustainable-funds-landscape>

- Morningstar (2020). *Global Investor Experience: Download the Regulation and Taxation Report*. Recuperado el 20 de abril de 2020 de <https://www.morningstar.com/lp/global-investor-experience-tax-and-regulation>
- Muñoz, J. (2020). *Es el momento de la gestión de activos*. Recuperado de KPMG el 08 de mayo de 2020 de <https://www.tendencias.kpmg.es/2020/01/gestion-activos-transformacion/>
- NN Investment Partner (2019). *NN IP Exclusion Criteria for Sustainable & Impact Strategies*. Recuperado el 07 de mayo de 2020 de https://assets.ctfassets.net/y4nxuejkhx03/0yvnttywOEVatLfUa6Y1T/8d9c19467af1ff5237aa903a137fd5b3/NN_IP_Exclusion_criteria_overview.pdf
- NN Investment Partner (2020). *Inversión responsable en NN IP*. Recuperado el 07 de mayo de 2020 de <https://www.nnip.com/es-LATAM/professional/asset-management/inversion-responsable>
- NN Investment Partner (2020). *NN Group's Exclusion List*. Recuperado el 07 de mayo de 2020 de https://assets.ctfassets.net/y4nxuejkhx03/3wya1YVm4cdeOfqu0jI1xZ/a9735e5d25b60a9323d9c5d5b06b3f4b/Exclusion_List_NN_Group_March_2020.pdf
- Open Bank, S.A. (2020). *Open Bank, S.A.* Recuperado el 28 de abril de 2020 de <https://www.openbank.es>
- Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, 2013). *Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores*. Recuperado el 12 de mayo de 2020 de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>

- Organización de Naciones Unidas - ONU (2015). *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Recuperado el 12 de mayo de 2020 de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>
- FMI (2019). *Cambio climático y riesgo financiero*. Pierpaolo Grippa, Jochen Schmittmann y Felix Suntheim. Recuperado el 10 de mayo de 2020 de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2019/12/pdf/climate-change-central-banks-and-financial-risk-grippa.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2019). *Investing in Climate, Investing in Growth*. *OECD Publishing*. Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <https://dx.doi.org/10.1787/97892642273528-en>
- Papadopoulos, K. & Araujo, R. (2020). Top 10 ESG Trends for the New Decade. Recuperado de *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* el 26 de abril de 2020 de <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/top-10-esg-trends-for-the-new-decade/>
- Patton, M. (2020). *Still Investing In Mutual Fund? Think Again*. Recuperado de *Forbes* el 18 de abril de 2020 de <https://www.forbes.com/etfs-mutual-funds/#235323a37a85>
- Philippon, T. (2019). On Fintech and Financial Inclusion. Recuperado de *Bank of International Settlements* el 05 de abril de 2020 de <https://www.bis.org/publ/work841.pdf>
- PwC's Financial Service Institute (2019). *Mutual fund Outlook: The time to act is now*. Recuperado el 25 de febrero de 2020 de <https://www.pwc.com/cl/es/publicaciones/assets/2019/pwc-fsi-mutual-fund-outlook-act-now.pdf>
- SelfBank (2020). *Singular Bank, S.A.U.* (anteriormente Self Trade Bank S.A.U). Recuperado el 27 de abril de 2020 de <https://www.selfbank.es/>

- Shen, C., & Lee, C. (2006). Same Financial Development yet Different Economic Growth--Why? *Journal of Money, Credit, and Banking* 38(7), 1907-1944. doi:10.1353/mcb.2006.0095.
- SIFIC (2020). *Qué es SIFIC?* Recuperado el 12 de mayo de 2020 de <https://sificcolombia.com/que-es-sific-colombia/>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2019). *Riesgos derivados del Cambio Climático y las Finanzas Verdes por parte de las entidades vigiladas.* Recuperado el 28 de abril de 2020 de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10099920>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2020). *Portafolios de Inversión.* Recuperado el 11 de mayo de 2020 de <http://www.superfinanciera.gov.co>
- The Storebrand Group (2020). *Guidelines for Sustainability.* Recuperado el 26 de abril de 2020 de <https://www.storebrand.no/en/sustainability/guidelines>
- The Vanguard Group, Inc. (s.f). *John C. Bogle A look back at the life of Vanguard's founder.* Recuperado el 10 de mayo de 2020 de <https://about.vanguard.com/who-we-are/a-remarkable-history/founder-Jack-Bogle-tribute/>
- Valores Bancolombia (2019). *Ficha técnica Fondo de Inversión Colectiva Renta Sostenible Global.* Recuperado el 06 de mayo de 2020 de <https://assetmanagement.grupobancolombia.com/wps/wcm/connect/d71bbd17-08fb-44e6-9997-b37e4bf37e83/Renta+SostenibleGlobal+Abril2020.pdf?MOD=AJPERES&CVID=n7QwRW->
- World Economic Forum (2015). *The Future of Financial Services How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed.* Recuperado el 28 de abril de 2020 de http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future__of_financial_services.pdf

- Zavaleta Vázquez, O. & Martínez Silva, I. (2015). Crecimiento económico y desarrollo del mercado de capitales en México. *Innovar*, 25(1Spe), 131-150. doi:<https://doi.org/10.15446/innovar.v25n1Spe.53370>