



**Evaluación de los diez fondos de inversión colectiva de mejor desempeño en Colombia
en el período 2015-2018**

Por

Ana Milena Pérez Rodríguez

Bibiana Marcela Quintero Torres

Tesina presentada como requisito parcial para optar al título de
Magíster en Administración Financiera

Asesor: Jean Paul Waserman Álvarez

Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera
Cali, agosto de 2020

Resumen

Este estudio lleva a cabo una evaluación de los diez fondos de inversión colectiva de mejor desempeño en Colombia en el período 2015-2018, a través del cálculo y el análisis de los indicadores de desempeño obtenidos por cada uno de ellos.

Como indicadores propuestos para la evaluación –y aprobados en la propuesta de esta tesina– se utilizaron el *ratio* de Sharpe, el *alpha*, el *tracking error* y el *information ratio*, ya que son medidas de la relación riesgo/retorno que permiten identificar la gestión que realiza el administrador sobre el activo (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018). Adicionalmente se utilizó el modelo EVA[®] para determinar el valor generado por los fondos seleccionados por la Sociedad Fiduciaria “XYZ” en 2018, lo que permitió identificar oportunidades de mejora en sus resultados financieros.

Palabras claves: fondos de inversión colectiva (FIC), modelo de valor económico agregado (*economic value added model*, EVA[®]), modelo de valoración del precio de los activos financieros (*capital asset pricing model*, CAPM), sociedad fiduciaria, evaluación de desempeño.

Abstract

This study carries out an evaluation of the ten best-performing collective investment funds in Colombia in the 2015-2018 period, through the calculation and analysis of the performance indicators obtained by each of them.

As indicators proposed for the evaluation –and approved in the proposal of this thesis– Sharpe ratio, alpha, tracking error and information ratio were used, since they are measures of the risk / return ratio that allow identifying the management performed by the administrator on the asset (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018). Additionally, the EVA[®] model was used to determine the value generated by the funds selected by “XYZ” Trust Company in 2018, which allowed identifying opportunities for improvement in its financial results.

Keywords: Mutual funds, economic value added model (EVA[®]), capital asset pricing model (CAPM), trust company, performance evaluation.

Tabla de Contenidos

1. Introducción	1
2. Marco teórico	3
2.1 El fondo de inversión colectiva (FIC)	3
2.2 Categorización de los fondos de inversión colectiva (FIC) en Colombia	3
2.3 Indicadores de desempeño de los fondos de inversión colectiva (FIC)	5
2.4 Modelo de valoración del precio de los activos financieros (<i>capital asset pricing model</i> , CAPM)	6
2.5 <i>Economic value added</i> (EVA [®]), valor económico agregado	7
3. Metodología	8
3.1 Selección de las sociedades fiduciarias con el mayor volumen de activos administrados (<i>assets under management</i> , AUM) y de ganancias	8
3.2 Los fondos de inversión colectiva (FIC) de las diez sociedades fiduciarias seleccionadas	8
3.3 Cálculo del EVA [®] (<i>economic value added</i> , valor económico agregado) de la Sociedad	11
4. Resultados	13
4.1 Análisis de resultados y principales características de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) evaluados	13
4.2 Evaluación EVA [®] (<i>economic value added</i> , valor económico agregado) de la Sociedad	20
5. Conclusiones, implicaciones y recomendaciones	21
5.1 Conclusiones	21
5.2 Implicaciones	21
5.3 Recomendaciones	22
Referencias	23

Lista de tablas

Tabla 1. Categorías de los fondos de inversión colectiva (FIC)	4
Tabla 2. <i>Benchmarks</i> de los fondos de inversión colectiva (FIC).....	8
Tabla 3. Sociedades fiduciarias seleccionadas	13
Tabla 4. Listado de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados.....	14
Tabla 5. Indicadores de desempeño de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados.....	14
Tabla 6. Principales características de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados.....	18
Tabla 7. Evaluación EVA [®] (<i>economic value added</i> , valor económico agregado) de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados.....	19
Tabla 8. Evaluación EVA [®] (<i>economic value added</i> , valor económico agregado) de la Sociedad	20

Lista de figuras

Figura 1. Rendimiento de los fondos de renta fija frente a los rendimientos del mercado	15
Figura 2. Comportamiento de los retornos Colcap (2015-2018)	16
Figura 3. Rendimiento de los fondos accionarios frente a los rendimientos del mercado	16
Figura 4. Rendimiento de los fondos balanceados frente a los rendimientos del mercado.....	17

Capítulo 1: Introducción

Según la Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias), los fondos de inversión colectiva –en adelante los FIC– son un vehículo de inversión que ha cobrado gran importancia en los últimos años en Colombia, dadas las bondades que estos productos representan para los inversionistas: la diversificación del riesgo, la administración por parte de expertos profesionales y la oferta de FIC que se ajustan a las necesidades de los inversionistas. Lo anterior representa un reto para las sociedades administradoras de inversión, las sociedades fiduciarias y las comisionistas de bolsa, que deben trabajar en el diseño de FIC que cumplan con los requerimientos de los diferentes tipos de inversionistas y que les permitan mantenerse vigentes en el mercado.

Las sociedades fiduciarias y las comisionistas de bolsa deben cumplir con la infraestructura establecida por la Superintendencia Financiera de Colombia –en adelante la Superfinanciera–, que indica lo siguiente: “Las sociedades administradoras de FIC deben contar con los procesos y los recursos físicos y humanos adecuados para adelantar la gestión comercial, operativa, financiera, jurídica y administrativa de gestión de riesgos y de control interno, entre otras” (s. f.-a: 1). Así, dicha infraestructura representa para las entidades costos y gastos representativos que les exige que el diseño de sus FIC sea no solo atractivo para los inversionistas, sino, además, rentable para las administradoras mismas.

Según Venegas Loaiza (2019), para las sociedades fiduciarias y las comisionistas de bolsa, los FIC representan un recurso para cubrir los costos fijos y demás obligaciones que emanan de esta actividad, dado el flujo de caja que generan diariamente por las comisiones de administración.

En los últimos años, los FIC han presentado un crecimiento importante en el mercado financiero. Como lo expone Venegas Loaiza (2019), esto se debe a la diversificación de las características que ofrecen a los inversionistas: monto mínimo de inversión, plazo y facilidad para acceder a ellos desde las plataformas tecnológicas y posibilidad de ingreso para las personas naturales.

En consideración a lo anterior, el objetivo general de este estudio consistió en realizar una evaluación financiera de los diez FIC de mejor desempeño en Colombia en el período 2015-2018 a partir de la selección de las diez sociedades fiduciarias que administraban el mayor monto de activos y ganancias durante dicho período; y, posteriormente, evaluar el desempeño de sus FIC aplicando diferentes índices que permitieron determinar los diez FIC objeto de estudio.

Estos índices fueron el *ratio* de Sharpe, el *alpha*, el *tracking error* y el *information ratio*. El *ratio* de Sharpe permite analizar el desempeño de un fondo en relación con su índice de referencia u otros fondos; el *alpha* mide el exceso de rentabilidad respecto a su *benchmark*; el *tracking error* cuantifica la desviación de los rendimientos de un fondo respecto a su índice de referencia, y el *information ratio* calcula la volatilidad en la rentabilidad de un fondo (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018).

Una vez seleccionados los diez FIC, se analizaron sus principales características a partir de la información disponible en las fichas técnicas, los prospectos y otros documentos publicados en las páginas web de las sociedades fiduciarias, para identificar aspectos claves de

su estructuración por parte de sus gestores. Seguidamente se realizó la evaluación de su desempeño financiero en 2018 aplicando el modelo *economic added value* –en adelante EVA[®]–,¹ que mide el rendimiento incremental que obtiene el inversionista sobre la tasa de rendimiento del mercado (Sharma y Kumar, 2010).

Para el cálculo del EVA[®] fue necesario realizar la estimación del coste promedio ponderado del capital (*weighted average cost of capital*, WACC) de cada fondo, que resulta de ponderar el costo de la deuda –incluidos los impuestos– y la rentabilidad mínima esperada por el inversionista, que se obtiene mediante la aplicación del modelo de valoración del precio de los activos financieros (*capital asset pricing model*, CAPM), en el cual intervienen la tasa libre de riesgo, el beta, el rendimiento del activo y el rendimiento del *benchmark* (McKinsey & Co., Koller, Goedhart y Wessels, 2010).

Basado en los resultados obtenidos del EVA[®], se seleccionaron el fondo que mayor valor generó para el inversionista y el que mayor ingreso por comisiones aportó para su administradora en el período evaluado (2015-2018), con el fin de analizar sus efectos en los resultados financieros de la sociedad fiduciaria “XYZ” –en adelante la Sociedad–,² a través de la aplicación del modelo EVA[®] y tomando en cuenta los resultados financieros de la Sociedad para 2018. En este caso, para el cálculo del CAPM se utilizó como tasa libre de riesgo las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años, la tasa prima del mercado sobre el índice S&P 500, el beta sin apalancar de la industria, el riesgo país (el índice de bonos de mercados emergentes, *emerging markets bond index*, EMBI) y la inflación de Colombia y Estados Unidos.

La limitante principal para la elaboración de este estudio fue la falta de disponibilidad de información histórica de los FIC en las páginas web de las sociedades para los años evaluados; en el ejercicio de obtener el histórico de rendimientos de los fondos en este período solo se pudo acceder a la información reportada a la Superintendencia, por lo que no fue posible contrastar dichos datos con otras fuentes.

Otra de las limitantes fue el hecho de no encontrar estudios previos sobre la evaluación del desempeño de los fondos para medir su impacto en los resultados de las sociedades administradoras; los trabajos encontrados proporcionaban información de interés únicamente para el inversionista.

Por lo anterior, este estudio tiene como propósito proporcionar a la Sociedad una herramienta para medir el impacto de este tipo de productos en sus resultados financieros e identificar oportunidades de mejora que contribuyan a lograr una mejor estructuración de sus fondos.

Este documento incluye seis secciones: Introducción; Marco teórico, que contiene los conceptos y teorías fundamentales que sustentan el trabajo; Metodología, que describe los procedimientos empleados para cumplir los objetivos propuestos; Resultados; Conclusiones, implicaciones y recomendaciones; y Referencias.

¹ EVA. *Economic added value*, valor económico agregado. Indicador financiero desarrollado por la firma de consultoría de administración Stern Value Management.

² Por razones de confidencialidad, el nombre de esta sociedad fiduciaria se reserva.

Capítulo 2: Marco teórico

Para efectos de esta investigación, en primer lugar hay que tener en cuenta los referentes teóricos que sustentan los conceptos de los FIC en Colombia, que están regulados por la Superfinanciera en las generalidades estipuladas en el Capítulo 2 del Decreto 1242 de 2013 (Colombia, Presidencia de la República, 2013); seguidamente se deben definir los indicadores de desempeño de los FIC como herramientas de selección de la muestra –diez FIC– y realizarles la evaluación EVA[®] para determinar las oportunidades de mejora de la Sociedad. Así, para entender el funcionamiento, el análisis y la medición de los FIC, se detallan a continuación los conceptos más relevantes aplicados en este estudio.

2.1 El fondo de inversión colectiva (FIC)

Según la Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias), un FIC es “un mecanismo de ahorro e inversión administrado por sociedades fiduciarias, a través del cual se invierten recursos de varias personas en un portafolio de activos conforme a lo establecido en el reglamento del respectivo fondo” (Asofiduciarias, s. f., párr. 1).

La misma fuente (Asofiduciarias, s. f.) señala que en los FIC se invierten activos financieros como acciones, bonos corporativos, CDT (certificados de depósito a término) y TES (títulos de tesorería), y activos no financieros como los inmobiliarios y los derechos de contenido económico, entre otros.

El Decreto 1242 de 2013 estipula que, dependiendo las características de participación de los inversionistas, existen dos tipos de FIC:

- FIC abiertos. “Son aquellos en los cuales la sociedad administradora está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas en cualquier momento” (Colombia, Presidencia de la República, 2013, art. 3.1.1.2.3).
- FIC cerrados. Son aquellos en los que la fiduciaria “únicamente está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas al final del plazo previsto para la duración del fondo de inversión colectiva” (Colombia, Presidencia de la República, 2013, art. 3.1.1.2.4).

2.2 Categorización de los fondos de inversión colectiva (FIC) en Colombia

LVA Índices –empresa líder en información financiera de la región–, la Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias) y la Asociación de Comisionistas de Bolsa (Asobolsa) (2019) se unieron con el objetivo de crear el Sistema de categorización de fondos de inversión colectiva, SIFIC (s. f.), para que estos sean comparables en términos de inversión, teniendo en cuenta los factores cruciales de la oferta y la demanda de este mercado. La misma fuente (2019) señala que dicha categorización está compuesta por cinco macro-categorías y 20 categorías, que se muestran en la Tabla 1.

Tabla 1. Categorías de los fondos de inversión colectiva (FIC)

Macro-categoría	Categoría
Fondos de renta fija	Nacional de alto rendimiento
	Nacional de liquidez
	Nacional para entidades públicas
	Nacional de corto plazo
	Nacional de mediano plazo
	Nacional de largo plazo
	Internacional
Fondos balanceados	Riesgo, locales
	Menor riesgo, globales
	Moderados, locales
	Moderados, globales
	Mayor riesgo, locales
	Mayor riesgo, globales
Fondos accionarios	Nacionales
	Internacionales
Fondos bursátiles	Accionarios beta
	Accionarios <i>smart</i> beta
Fondos inmobiliarios	De desarrollo nacional
	De rentas nacionales
Otros fondos	Fondos de activos de crédito
	Otros fondos accionarios
	Otros fondos

Fuente: Sistema de categorización de fondos de inversión colectiva, SIFIC (s. f.).

LVA Índices, la Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias) y la Asociación de Comisionistas de Bolsa (Asobolsa), definen las macro-categorías de la Tabla 1 así:

- Fondos de renta fija. “FIC cuyo portafolio esté invertido exclusivamente en instrumentos de renta fija inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) o en una bolsa de valores mundialmente reconocida” –la lista IOSCO, International Organization of Securities Commissions, Organización Internacional de Comisiones de Valores– (LVA Índices; Asociación de Fiduciarias de Colombia, Asofiduciarias; y Asociación de Comisionistas de Bolsa, Asobolsa, 2019: 14).
- Fondos accionarios. FIC que inviertan al menos el 80 % del valor del fondo en instrumentos de renta variable inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) –acciones o bonos convertibles en acciones–, en una bolsa de valores mundialmente reconocida –la lista IOSCO–, *repos* (*repurchase agreements*, acuerdos de recompra), operaciones simultáneas y TTV (*time to value*, transferencias temporales de valores), otros FIC locales y/o fondos domiciliados en el exterior; así como en GDR (*global depositary receipts*, recibos de depósito globales), ADR (*American depositary receipts*, recibos de depósito estadounidenses), ETF (*exchange traded funds*, fondos negociados en bolsa) o fondos bursátiles nacionales o extranjeros que sigan los índices de las acciones (2019: 22).
- Fondos balanceados. FIC que combinan inversiones en instrumentos de renta fija y renta variable, así como inversiones en instrumentos con exposición a *commodities*, vehículos de inversión inmobiliarios y *hedge funds* (fondos de cobertura), con el propósito de equilibrar dos objetivos: la preservación de capital y la capitalización (2019: 25).

- Fondos bursátiles. “FIC cuyo objeto es replicar o seguir un índice nacional o internacional, invirtiendo al menos el 90 % del fondo en algunos o todos los activos que hagan parte de la canasta que conforma dicho índice” (2019: 28).
- Fondos inmobiliarios. “FIC cuya política de inversión se enfoque en bienes inmuebles, títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria o inmobiliaria, títulos o financiamiento de empresas cuyos ingresos provengan del negocio inmobiliario, o derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles o que tengan por finalidad el desarrollo y/o explotación de proyectos inmobiliarios” (2019: 29).
- Otros fondos. Se subdividen así: i) fondos de activos de crédito, que invierten en títulos valores de contenido crediticio inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a través de la modalidad de descuento; ii) fondos accionarios que no cumplan con las condiciones establecidas en la macro-categoría respectiva; y iii) fondos cuyas inversiones no encajan en ninguna de las definiciones anteriores (2019: 30).

2.3 Indicadores de desempeño de los fondos de inversión colectiva (FIC)

En correspondencia con el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), dentro de los criterios de selección de los diez FIC se tuvieron en cuenta los siguientes indicadores de desempeño, con el objetivo de detectar aquellas características que puedan contribuir con la estructuración del FIC que la Sociedad requiera implementar dentro de su portafolio, en aras de lograr mayor competitividad y mejores resultados financieros:

- *Ratio* de Sharpe. “Se calcula como el rendimiento del activo o portafolio menos la tasa libre de riesgo, es decir, el exceso de retorno, que se divide por la desviación estándar” (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018: 72).

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (\text{ecuación 1})$$

donde

R_p = retorno del portafolio

R_f = retorno de la tasa libre de riesgo

σ_p = desviación estándar del portafolio

Siguiendo la misma fuente (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018: 73), el *ratio* de Sharpe es muy utilizado para analizar la relación riesgo/rentabilidad; por tanto, mientras mayor sea este indicador, mejor es dicha relación.

- *Alpha*. Entendido como el exceso de retorno, es decir, la diferencia entre el rendimiento del portafolio y el *benchmark*. Bajo esta concepción, este es un indicador de retorno relativo que permite evaluar qué tan eficiente fue el proceso de selección de los activos (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018: 73).

$$\alpha = R_p - R_B \quad (\text{ecuación 2})$$

donde

R_p = retorno del portafolio

R_B = retorno del *benchmark*

• *Tracking error*. “Mide la desviación estándar del *alpha* y la continuidad de los rendimientos generados por un fondo o cartera de inversión, comparándolos con los rendimientos de su portafolio de referencia (*benchmark*)” (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018: 73).

$$Tracking\ error = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_p - R_B)^2}{N - 1}} \quad (\text{ecuación 3})$$

donde

R_p = rendimiento del portafolio

R_B = rendimiento del *benchmark*

N = número de períodos

Según el ANDBANK, para analizar este indicador se debe tener en cuenta que si el *tracking error* es bajo, “la probabilidad de que su comportamiento sea similar al *benchmark* es más alta. Y viceversa: cuanto más alto sea el *tracking error*, menores serán las posibilidades de seguir al *benchmark*. Se trata, pues, de una medida de riesgo relativo” (2014, párr. 2).

• *Information ratio*. “Señala cuántas unidades de *alpha* se generaron por cada unidad en la volatilidad del *alpha* (*tracking error*). El *alpha* se calcula dividido por el *tracking error*” (ANDBANK, 2014: 74).

$$Information\ ratio = \frac{Alpha}{Tracking\ error} \quad (\text{ecuación 4})$$

Para los indicadores en los que se requirió un *benchmark*, se consideró la siguiente definición del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia: “*Benchmark* es un portafolio de referencia, una herramienta que permite evaluar la gestión del administrador de un portafolio. Para hacerlo, calcula el retorno generado por la cartera medido en términos relativos, es decir, el resultado se contrasta con un portafolio de referencia” (AMV, 2018: 69). Además, el *benchmark* refleja tanto la composición del portafolio como la estrategia de inversión utilizada.

2.4 Modelo de valoración del precio de los activos financieros (*capital asset pricing model*, CAPM)

El CAPM se basa en una sólida teoría del Premio Nobel de Economía William Sharpe,³ su autor principal, que se ha convertido en el modelo más acreditado para medir la relación que existe entre riesgo y rendimiento. Este indicador, que es utilizado para el cálculo del costo de capital requerido en la estimación del WACC de una empresa, se estima de la siguiente forma (McKinsey & Co., Koller, Goedhart y Wessels, 2010):

³ Otorgado en 1990 y compartido con Merton Miller y Harry Markowitz.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f] \quad (\text{ecuación 5})$$

donde

$E(R_i)$ = rentabilidad esperada del activo riesgoso

r_f = tasa libre de riesgo

β_i = beta de la industria

$E(R_m)$ = rentabilidad esperada del mercado

En el CAPM, la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo de mercado ($[E(R_m) - r_f]$) son comunes para todas las empresas, pero el beta varía entre ellas. Este último representa el riesgo incremental de un activo para un inversor diversificado ante los movimientos del mercado (McKinsey & Co., Koller, Goedhart y Wessels, 2010: 239).

2.5 *Economic value added* (EVA[®]), valor económico agregado

Siguiendo a Sharma y Kumar (2010), el EVA[®] es el modelo mediante el cual se calcula la rentabilidad neta de un accionista descontando el costo de capital. Este modelo proporciona una aproximación del aumento o la disminución de la riqueza del propietario de una inversión.

Una forma de calcular el EVA[®] es considerando indicadores financieros como el ROIC (*return on invested capital*, retorno sobre el capital invertido):

$$\text{EVA} = \text{ROIC} - (\text{WACC} * \text{capital invertido}) \quad (\text{ecuación 6})$$

donde el ROIC es

$$\text{ROIC} = \frac{\text{UODI}}{\text{capital invertido}} \quad (\text{ecuación 7})$$

y donde

UODI = utilidad operativa después de impuestos

WACC = costo promedio del capital

Capítulo 3: Metodología

3.1 Selección de las sociedades fiduciarias con el mayor volumen de activos administrados (*assets under management*, AUM) y de ganancias

Se analizaron los principales resultados financieros de los FIC de las sociedades fiduciarias en el período 2015-2018, tomando como referencia el informe publicado por la Superinfinanciera (Colombia, Superintendencia Financiera, s. f.-c). Asimismo, se calculó el promedio de los activos y de las ganancias de los cuatro años y se seleccionaron las diez entidades que mayor monto promedio reportaron en estas cuentas.

3.2 Los fondos de inversión colectiva (FIC) de las diez sociedades fiduciarias seleccionadas

La información histórica se obtuvo de las rentabilidades diarias del período 2015-2018 de cada uno de los fondos de las diez sociedades fiduciarias seleccionadas, a partir del reporte *Rentabilidad y valor* (Colombia, Superintendencia Financiera, s. f.- b), correspondiente a 52 FIC evaluados.

Los FIC fueron clasificados según la categorización efectuada por el SIFIC (Sistema de categorización de fondos de inversión colectiva, s. f.), a fin de poder hacerlos comparables y facilitar la evaluación de su desempeño. En este sentido se tomó en cuenta la metodología que utiliza el SIFIC para clasificar los fondos en relación con su política de inversión y el tipo de moneda que manejan, y se encontró que los seleccionados invierten en su gran mayoría en el mercado colombiano. Los referentes de mercado utilizados para la evaluación de los 52 fondos se muestran en la Tabla 2.

Tabla 2. *Benchmarks* de los fondos de inversión colectiva (FIC)

Macro-categoría	<i>Benchmark</i>
Fondos de renta fija	COLTES
Fondos balanceados	COLTES – Colcap ⁴
Fondos accionarios	Colcap
Fondos inmobiliarios	COLTES LP
Otros fondos	COLTES – Colcap

Fuente: elaboración de las autoras.

Los *benchmarks* definidos fueron seleccionados en razón de los siguientes criterios:

- Índice COLTES. Constituye un referente de mercado para inversionistas cuyo objetivo sea tener una guía o estar expuestos al mercado de renta fija colombiano. Este índice

⁴ Se consideró una combinación de *benchmarks* en la que se estableció una relación 50/50, a fin de definir un referente de mercado ajustado al tipo de inversión que realizan estos fondos según la clasificación del SIFIC (s. f.; Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018).

permite medir la evolución de los títulos de deuda pública interna TES Clase B Pesos (Colombia, Banco de la República, s. f.).

- Índice Colcap. Refleja las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia. Su canasta la componen mínimo 20 acciones de 20 emisores diferentes (Bolsa de Valores de Colombia, BVC, s. f.).

Se consultó en la Bolsa de Valores de Colombia el histórico de precios diarios de los índices de referencia para el período 2015-2018 y se calculó el retorno diario y promedio empleando la metodología referenciada por la Superfinanciera para el cálculo de los rendimientos de los FIC (Colombia, Superintendencia Financiera, 2020):

$$\text{Rentabilidad} = \left[\frac{\text{valor de unidad actual}}{\text{valor de unidad histórico}} \right]^{\frac{365}{\# \text{ de días del periodo}}} - 1 \text{ (ecuación 8)}$$

Para efectos de esta investigación y en línea con el mercado donde invierten los FIC seleccionados y sus *benchmarks*, se definió como tasa libre de riesgo (*Rf*) la tasa cero cupón en pesos de los TES colombianos a 10 años calculada por el Banco de la República (Colombia, Banco de la República, s. f.), que cumple con los requisitos para ser considerada una tasa libre de riesgo –en la que no existen riesgos de incumplimiento ni de reinversión (Damodaran, 2008)–, y se calculó como el promedio de las tasas diarias de los cuatro años de evaluación (2015-2018).

Posteriormente se realizó el cálculo de los indicadores *alpha*, *ratio* de Sharpe, *tracking error* e *information ratio* definidos para la medición del desempeño de los FIC, empleando las fórmulas descritas en el Marco teórico. Cabe anotar que para el cálculo de la desviación estándar de los rendimientos de los FIC utilizada en la estimación del *ratio* de Sharpe se empleó la función DESVEST de Excel.

Una vez obtenidos los resultados de los indicadores de medición del total de los FIC evaluados, se seleccionaron los diez que presentaron mejor desempeño entre todas las macrocategorías definidas, teniendo en cuenta lo siguiente:

- *Alpha*. Un mayor resultado indica mayor exceso de retorno del activo evaluado frente a su *benchmark*, es decir, un mejor desempeño (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, 2018).
- *Ratio* de Sharpe. Mientras mayor sea este indicador, la relación retorno/riesgo es mejor (AMV, 2018).
- *Tracking error*. Según el ANDBANK, si este indicador es bajo, es más probable que el comportamiento del activo sea similar al de su *benchmark*, así:
 - Entre 0 y 2 %: gestión pasiva
 - Entre 2 y 5 %: gestión con algo más de riesgo, pero controlada
 - Superior al 5 %: gestión activa (2014)
- *Information ratio*: según a&g (2015), mientras más alto sea este indicador, el fondo crea mayor valor que su índice de referencia.

Una vez seleccionados los diez FIC, se procedió a realizar el cálculo del EVA[®] de cada uno, así:

- Se calculó el beta como la pendiente de los rendimientos históricos de los FIC frente a los rendimientos de sus *benchmarks*, teniendo en cuenta que este indicador es la pendiente del activo que corresponde a la regresión entre sus rendimientos y su *benchmark* (Damodaran, 2020a).
- Se descargaron de las páginas web de cada una de las sociedades administradoras los estados financieros de 2018 de los diez FIC seleccionados, para analizar las cifras y definir los rubros necesarios para el cálculo de los componentes del EVA[®] –UODI, ROIC, capital invertido y WACC–.
- Para el cálculo del WACC se empleó la siguiente fórmula:

$$\text{WACC} = \frac{D}{V} K_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} * K_e \quad (\text{ecuación 9})$$

donde

$\frac{D}{V}$ = deuda sobre valor de la empresa (deuda + patrimonio)

K_d = costo de la deuda después de impuestos

$\frac{E}{V}$ = patrimonio sobre valor de la empresa (deuda + patrimonio)

K_e = costo del patrimonio (McKinsey & Co., Koller, Goedhart y Wessels, 2010).

De conformidad con el análisis realizado a los estados financieros de los FIC, no se evidenció pasivo correspondiente a deuda financiera, por lo cual se definió como supuesto en el ejercicio que los inversionistas no se apalancaron para realizar sus inversiones en ellos. Así, no existe un K_d (costo de la deuda), y el WACC de cada FIC es igual a su K_e (costo del patrimonio), que se calculó empleando la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (\text{ecuación 10})$$

donde

R_f = retorno de la tasa libre de riesgo

β = beta de cada activo

R_m = retorno del mercado

Para el caso del R_f se utilizó la tasa cero cupón en pesos de los TES colombianos a 10 años, tomando un promedio del período 2015-2018; y para el R_m se utilizó el promedio de los retornos históricos del mismo período de los *benchmarks* referenciados en la Tabla 2.

- La UODI se calculó a partir de las cifras financieras reportadas en el estado de resultados de cada fondo para el cierre de 2018 y se consideró como capital invertido el patrimonio neto atribuible al inversionista, calculado como el promedio entre los saldos al cierre de 2017 y 2018, dado que para el caso de los FIC no se refleja en sus balances generales inversiones en activos fijos, puesto que este concepto es potestad de la sociedad administradora.

Una vez calculado el EVA[®] de cada uno de los diez FIC, se seleccionó el que mayor valor generó para el inversionista. Adicionalmente, se consultó la información contenida en las fichas técnicas, prospectos y reglamentos publicados en las páginas web de las sociedades administradoras de los diez FIC seleccionados, a fin de analizar sus características generales.

3.3 Cálculo del EVA[®] (*economic value added*, valor económico agregado) de la Sociedad

Una vez seleccionado el FIC que mayor EVA[®] generó al inversionista, se procedió a realizar el cálculo del EVA[®] de la Sociedad considerando en primera instancia un escenario base, en el cual se hizo la evaluación de este modelo a partir de las cifras reportadas en sus estados financieros para el cierre de 2018, tomando como ingreso operacional solo el asociado con las comisiones por administración de sus FIC; y dos escenarios adicionales calculados a partir del escenario base, en los que se incluyó el ingreso por comisiones generado durante 2018 por el FIC seleccionado y por el FIC que mayores comisiones generó en dicho año a su sociedad fiduciaria, todo ello para medir su impacto en el EVA[®] de la Sociedad.

Es de aclarar que para los dos escenarios adicionales se ajustaron los rubros requeridos para el cálculo de la UODI y el ROIC –egresos operacionales, gastos de depreciación y amortización y capital invertido– en el porcentaje adicional que representó el ingreso por comisiones de cada FIC sobre el ingreso total por comisiones de la Sociedad en 2018. Para el cálculo del ROIC se consideró como capital invertido la cifra correspondiente a las compras o adquisiciones de PPyE (propiedad, planta y equipo) reportada en el balance de la Sociedad en ese año.

Según lo referenciado en el Marco teórico, en el cálculo del EVA[®] se empleó el modelo CAPM para estimar el costo de capital y se utilizaron referentes del mercado de Estados Unidos.

La tasa libre de riesgo usada en el ejercicio fue el retorno promedio del período 2010-2018 de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos, publicada por Investing.com (s. f.); y para la tasa prima del mercado, la divulgada para 2018 por Damodaran para Estados Unidos (2020b), calculada sobre el índice S&P 500. Asimismo, se consultó en Damodaran (2020a) el beta desapalancado de la industria (*banks regional*) para 2018.

Como los referentes de mercado utilizados fueron los de Estados Unidos, se realizó el ajuste del riesgo país al cálculo de la tasa correspondiente al costo de capital, para lo cual se empleó el diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) promedio de 2018, según la publicación *Cuadros estadísticos* del Banco Central de Reserva del Perú, BCRP (2020). De igual forma fue necesario ajustar dicha tasa para convertirla a pesos colombianos, puesto que toda la información que sirvió de fuente para la elaboración del presente estudio –el histórico de rendimientos y de resultados financieros de los FIC– estaba expresada en dólares.

De conformidad con lo anterior y en consideración a que la tasa calculada hasta el momento correspondía a una nominal en dólares, se realizó el ajuste para hallar la tasa de interés real en esta moneda a partir de la siguiente fórmula:

$$r_r = \frac{r-i}{1+i} \quad (\text{ecuación 11})$$

donde

r_r = tasa de interés real

r = tasa de interés nominal

i = inflación en dólares (Berk y DeMarzo, 2008)

Cabe aclarar que la inflación de Estados Unidos para 2018 se trabajó con la cifra publicada por el International Monetary Fund, IMF (2020).

Una vez calculada la tasa en términos reales, se procedió a realizar su conversión a pesos empleando la siguiente fórmula para ajustarla con la inflación (Sánchez Segura, 2010):

$$\text{Ajuste moneda} = \frac{(1+infCOP)}{(1+infUSD)} - 1 \quad (\text{ecuación 12})$$

donde

$infCOP$ = inflación de Colombia en 2018 –publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (Colombia, 2019).

$infUSD$ = inflación de Estados Unidos en 2018 –publicada por el International Monetary Fund, IMF (2020).

Finalmente, la rentabilidad esperada del capital en pesos se calculó de la siguiente forma:

$$E(R_{COP}) = (1 + E(R_{USD})) * (1 + \text{ajuste moneda}) - 1 \quad (\text{ecuación 13})$$

donde

$E(R_{COP})$ = rentabilidad esperada del capital en COP

$E(R_{USD})$ = rentabilidad real esperada en USD

Posteriormente se realizó el cálculo del WACC de la Sociedad, en el cual, debido a que en sus estados financieros no se evidenciaron cifras para el cierre de 2018 en relación con el pasivo financiero, el resultado obtenido fue igual a la tasa de rentabilidad esperada del capital estimada anteriormente.

Capítulo 4: Resultados

Según la metodología indicada la sección 3.3, la Tabla 3 muestra las diez sociedades fiduciarias seleccionadas, considerando el volumen de activos administrados en sus FIC y las ganancias promedio obtenidas en el período 2015-2018.

Tabla 3. Sociedades fiduciarias seleccionadas

	Sociedad fiduciaria	Promedio. 2015-2018		Cantidad de FIC
		Activos	Ganancias	
1	Fiduciaria Bancolombia S. A.	18.146.921	688.833	7
2	Alianza Fiduciaria S. A.	9.805.780	672.389	7
3	Fiduciaria Bogotá S. A.	7.552.354	361.935	7
4	Fidudavivienda S. A.	3.524.430	160.576	5
5	BBVA Fiduciaria S. A.	3.251.498	147.450	5
6	Fiduoccidente S. A.	3.013.634	179.802	7
7	Fiduciaria La Previsora S. A.	1.946.193	92.530	4
8	Itaú Fiduciaria	1.073.284	58.793	4
9	Old Mutual Fiduciaria S. A.	769.105	41.512	4
10	Fiduciaria Colpatría S. A.	708.751	33.067	2
	TOTAL	49.791.949	2.436.889	52
	Fiduciaria XYZ (la Sociedad)	2.608.057	175.279	8

Cifras en COP millones.

Fuente: elaboración de las autoras a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c).

4.1 Análisis de resultados y principales características de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) evaluados

Una vez analizados los indicadores definidos para evaluar el desempeño de los 52 FIC, la Tabla 4 muestra los diez FIC seleccionados.

Tabla 4. Listado de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados

	Sociedad fiduciaria	FIC	Macro categoría
1	Fiduciaria Bogotá S. A.	Fondo abierto con pacto de permanencia Óptimo	Renta fija
2	Itaú Fiduciaria	Fondo abierto con pacto de permanencia Itaú Largo Plazo	Renta fija
3	Fiduciaria Bancolombia S. A.	Fondo abierto sin pacto de permanencia Renta Fija Plazo	Renta fija
4	Fiduciaria Bogotá S. A.	Fondo abierto con pacto de permanencia Fiduacción	Accionario
5	Fiduciaria Bancolombia S. A.	Fondo abierto Renta Acciones	Accionario
6	Alianza Fiduciaria S. A.	Fondo abierto con pacto de permanencia Alianza Acciones	Accionario
7	Fiduoccidente S. A.	Fondo cerrado Accicolf Vanguardia Acciones Ordinarias	Accionario
8	Fiduciaria Bancolombia S. A.	Fondo abierto Renta Balanceado	Balanceado
9	Fidudavivienda S. A.	Fondo abierto Seguridad Bolívar	Balanceado
10	Fiduoccidente S. A.	Fondo cerrado Occidecol	Otros fondos

Fuente: elaboración de las autoras.

La Tabla 5 muestra los resultados obtenidos por cada uno de los diez FIC seleccionados en relación con sus indicadores de desempeño.

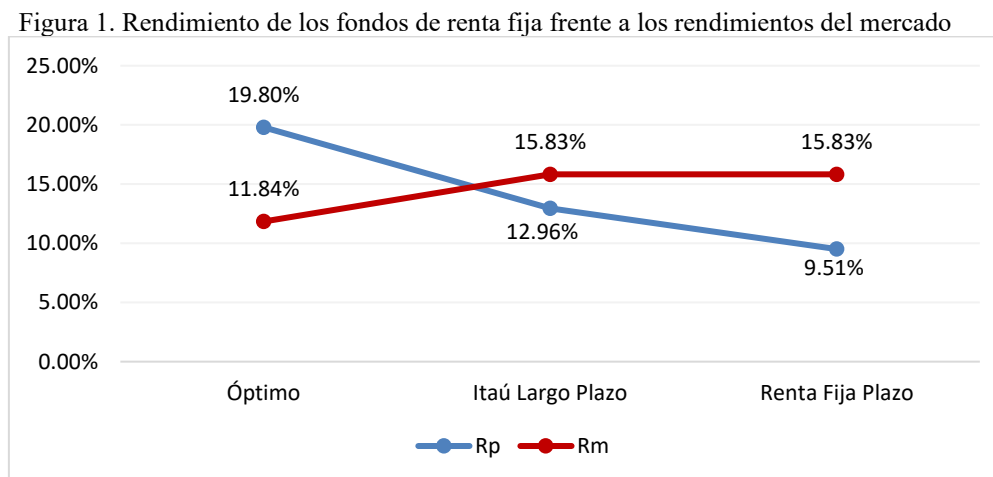
Tabla 5. Indicadores de desempeño de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados

	FIC	R_p [%]	Σp [%]	R_m [%]	R_f [%]	β	Indicadores			
							α [%]	Ratio de Sharpe [%]	Tracking error [%]	Information ratio
1	Óptimo	19,80	114,05	11,84	7,40	0,2012	7,96	10,87	0,26	31,16
2	Itaú Largo Plazo	12,96	40,89	15,83	7,40	0,0158	-2,87	13,59	0,11	-27,00
3	Renta Fija Plazo	9,51	18,93	15,83	7,40	0,0046	-6,31	11,13	0,23	-26,96
4	Fiduacción	21.322,64	347.523,25	-3,56	7,40	0,0639	21.326,21	6,13	684,39	31,16
5	Renta Acciones	41.677,56	722.855,86	-3,56	7,40	0,1173	41.681,12	5,76	1.339,68	31,11
6	Alianza Acciones	2.346,34	21.835,06	-0,59	7,40	1,0582	23.46,92	10,71	106,68	22,00
7	Accicolf	1.703,92	16.023,91	-12,03	7,40	-0,0167	1.715,94	10,59	98,91	17,35
8	Renta Balanceado	87,84	460,60	12,00	7,40	0,1951	75,84	17,46	2,81	26,96
9	Seguridad Bolívar	477,42	3061,60	5,61	7,40	4,4813	471,82	15,35	20,59	22,91
10	Occidecol	10,65	1,90	3,85	7,40	0,0000	6,80	170,78	0,22	31,10

Fuente: elaboración de las autoras a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c) y Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

En la Tabla 5 se puede observar lo siguiente:

- Fondos de renta fija. La Figura 1 muestra el rendimiento de los fondos de renta fija frente a los rendimientos del mercado.



Fuente: elaboración de las autoras a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c) y Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

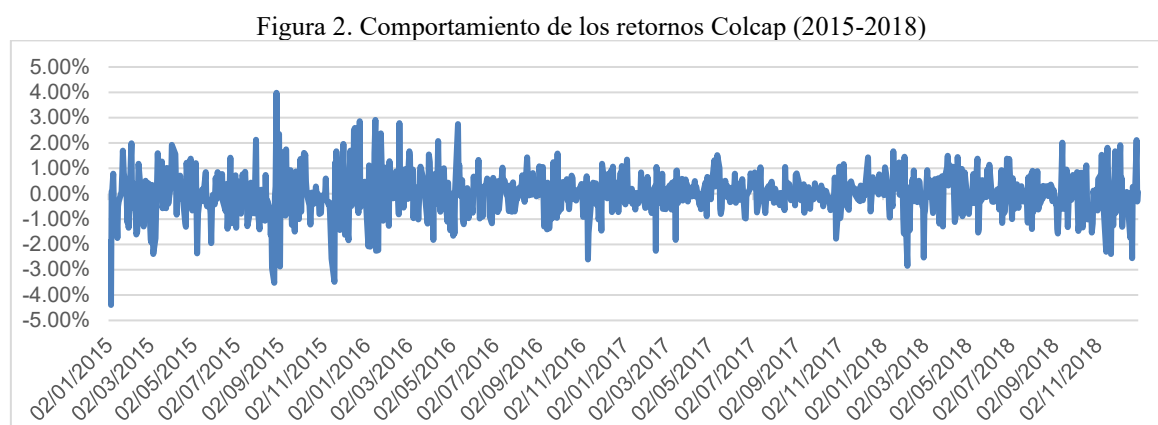
En la Figura 1 se puede observar que el FIC que mayor rendimiento promedio presentó para el período de evaluación (2015-2018) fue Óptimo, incluso por encima del generado por su *benchmark*, lo que dio como resultado un *alpha* del 7,96 %. De igual forma, los demás indicadores evaluados confirman el buen desempeño de este FIC, pues su *ratio* de Sharpe indica que generó el 10,87 % de rendimiento en exceso por el 1 % de riesgo; según el *tracking error*, sus rendimientos se desviaron en promedio el 0,26 % de su *benchmark* y el *information ratio* indica que por cada unidad de volatilidad frente a su *benchmark*, el fondo generó 31,16 unidades de retorno por encima del COLTES.

Cabe aclarar que los FIC 2 y 3 reportaron información de sus rentabilidades a la Superfinanciera desde el 4 de enero de 2016, por lo cual los rendimientos promedio del fondo y de su *benchmark* fueron calculados desde dicha fecha hasta el corte de 2018, con el fin de hacer comparable los períodos de análisis.

- Fondos accionarios

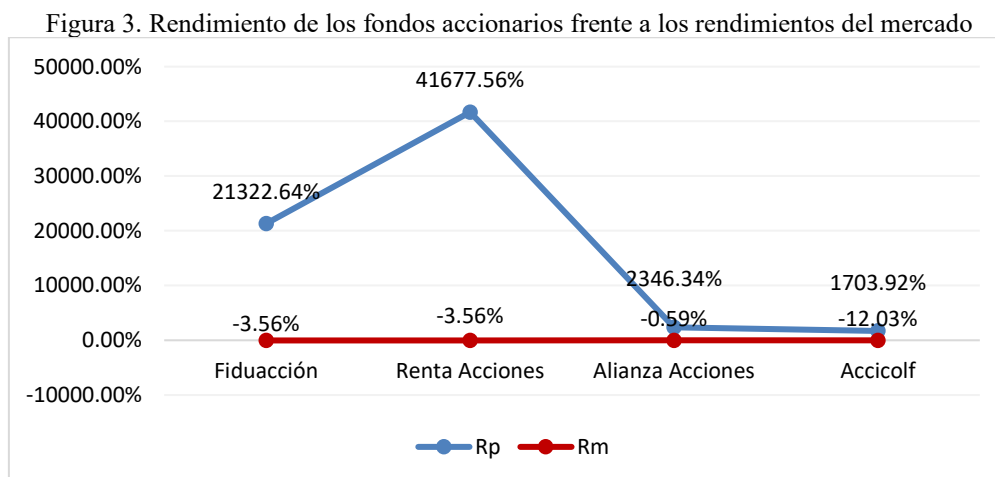
Antes de comenzar a analizar el desempeño de los FIC clasificados dentro de esta macro-categoría, resulta importante anotar que estos presentaron unos rendimientos promedio exorbitantes para el período evaluado respecto al comportamiento de su índice de referencia; lo anterior se corroboró empleando la fórmula indicada por la Superfinanciera para el cálculo de los rendimientos de los FIC, a partir de los valores reportados en el reporte *Rentabilidad y valor* (Colombia, Superintendencia Financiera, s. f.-b), donde se evidenciaron incrementos en el valor de la unidad de dichos fondos en algunas fechas, hecho que podría ser explicado por un aumento en el valor del fondo al cierre de dicho período, que resulta de sumar el total de recursos aportados por los inversionistas más o menos los rendimientos, menos los pasivos del fondo, según lo indicado en el Capítulo XI, “Valoración de fondos de inversión colectiva”, de la Circular Externa 100 de 1995 (Colombia, Superintendencia Financiera, 1995).

Respecto al índice Colcap, la Figura 2 muestra que el período 2015-2018 tuvo un comportamiento muy volátil, explicado principalmente por las variaciones en los precios del petróleo y la desaceleración de la economía (Dinero, 2018). Según Portafolio (2015), 2015 fue el año en que este índice presentó mayor retorno promedio negativo; este desempeño obedeció a fenómenos como el comportamiento a la baja en los precios del petróleo, los resultados poco favorables de las empresas, la desaceleración de la economía, la revaluación del dólar frente al peso y la poca inversión extranjera.



Fuente: elaboración de las autoras a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2018b).

La Figura 3 muestra el comportamiento de los rendimientos promedio de los fondos accionarios respecto a sus *benchmarks*.

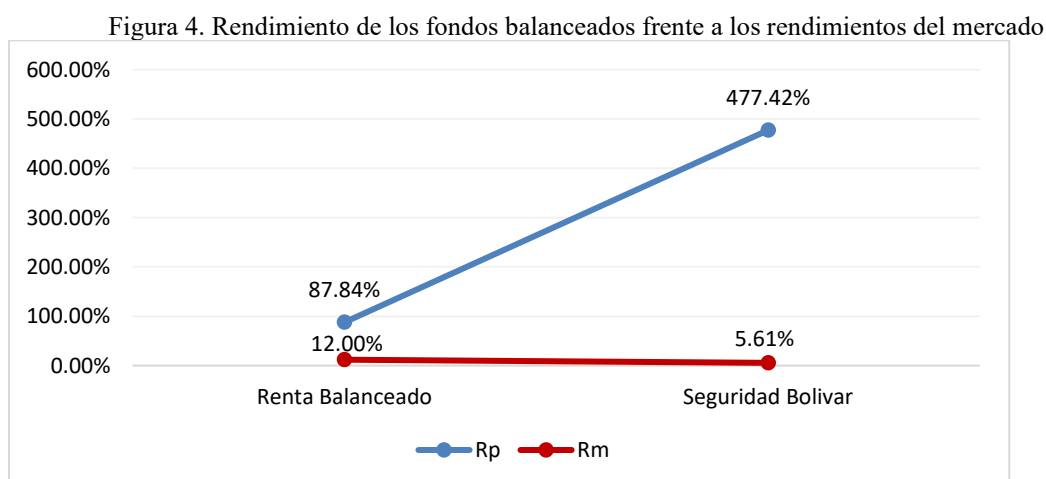


Fuente: elaboración de las autoras a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c) y Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

En la Figura 3 se puede observar que el fondo que mayor rendimiento promedio generó fue Renta Acciones. Sin embargo, al analizar los indicadores de desempeño, Fiduación presentó un mejor comportamiento en relación con su beta (0,0639), lo que indica que es el que menos sensibilidad presentó ante los movimientos del mercado; por cada unidad de volatilidad frente a su *benchmark*, el fondo generó 31,16 unidades de retorno por encima del Colcap; en relación con el *ratio* de Sharpe, generó el 6,13 % de rendimiento en exceso por el 1 % de riesgo, y sus rendimientos se desviaron en promedio el 684,39 % de su *benchmark*.

Cabe aclarar que los FIC 6 y 7 reportaron información de sus rentabilidades a la Superfinanciera a partir del 2 de enero de 2017 y el 2 de octubre de 2017, respectivamente, por lo cual los rendimientos promedio de ellos y de sus *benchmarks* fueron calculados desde dichas fechas hasta el corte de 2018.

- Fondos balanceados. La Figura 4 muestra el rendimiento de los fondos balanceados frente a los rendimientos del mercado.



Fuente: elaboración de las autoras a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c) y Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

En Figura 4 se puede observar que el FIC que mayor rendimiento promedio generó fue Seguridad Bolívar, que reportó a la Superfinanciera información de sus rentabilidades desde el 31 de octubre de 2016, por lo cual su rendimiento promedio y el de su *benchmark* se calcularon para el mismo período de tiempo. Sin embargo, aunque Seguridad Bolívar generó el mayor rendimiento promedio, Renta Balanceado presentó un menor beta (0,1951) y una menor desviación promedio de sus rendimientos (2,81 %) frente a su *benchmark*, y por cada unidad de volatilidad frente a su índice de referencia (COLTES-Colcap) generó 26,96 unidades de retorno por encima. Cabe aclarar que este fondo reportó información de sus rentabilidades a la Superfinanciera a partir del 4 de enero de 2016, por lo cual el índice de mercado se calculó igualmente desde dicha fecha hasta el corte de 2018.

- Otros fondos

El fondo Occidecol reportó un rendimiento promedio para el período de evaluación del 10,65 %, generando un mayor rendimiento frente a su *benchmark*, lo cual se reflejó en su *alpha* (6,80 %). En relación con el *ratio* de Sharpe, generó el 170,78 % de rendimiento en exceso por el 1 % de riesgo, sus rendimientos se desviaron en promedio el 0,22 % de su *benchmark*, y por cada unidad de volatilidad frente a su índice de referencia generó 31,10 unidades de retorno por encima.

La Tabla 6 muestra las principales características de los fondos en conformidad con los documentos revisados en las respectivas páginas web de las sociedades fiduciarias para 2018.

Tabla 6. Principales características de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados

FIC	Portafolio de inversión	Nivel de riesgo	Calificación	Tipo de fondo	Plazo	Monto mínimo de inversión [COP]	Comisión de admón. [%]	Comisión de admón. 2018 [COP MM]
Óptimo	Títulos de deuda pública interna (TES) y cuentas bancarias.	Moderado	BRC1+/F AAA/4 BRC Standard & Poors	Abierto con pacto de permanencia	90 días	1.000.000	1,80	144
Itaú Largo Plazo	Títulos de renta fija emitidos por el gobierno de Colombia en moneda local o extranjera.	Moderado	S5 /AAAf Fitch Ratings Colombia S. A.	Abierto con pacto de permanencia	30 días	1.000.000	1,50	48
Renta Fija Plazo	Títulos de renta fija.	Moderado	S5/AAAf Fitch Ratings Colombia S. A.	Abierto sin pacto de permanencia	N/A	50.000	1,21	3.954
Fiduación	Activos de renta variable inscritos en una bolsa de valores regulados por un ente adscrito a la lista IOSCO.	Alto	N/A	Abierto con pacto de permanencia	15 días	50.000	1,50	71
Renta Acciones	Activos de renta variable emitidos en Colombia o en el exterior, inscritos en el RNVE o listados en una bolsa de valores autorizada por la Superfinanciera o en un sistema de cotización de valores del extranjero.	Alto	N/A	Abierto	N/A	50.000	3,05	1.873
Alianza Acciones	Valores de renta variable adscritos a la Bolsa de Valores de Colombia.	Alto	N/A	Abierto con pacto de permanencia	30 días	10.000	1,34	84
Accicolf	Acciones ordinarias, preferenciales, y/o bonos obligatoriamente convertibles en acciones (boceas), inscritos en el RNVE o listados en un sistema de negociación de valores del extranjero (MILA, Mercado Integrado Latinoamericano o MGC).	Alto	N/A	Cerrado	20 años	10.000.000	0,20	132

FIC	Portafolio de inversión	Nivel de riesgo	Calificación	Tipo de fondo	Plazo	Monto mínimo de inversión [COP]	Comisión de admón. [%]	Comisión de admón. 2018 [COP MM]
Renta Balanceado	Activos de renta fija, renta variable y otras alternativas de inversión, tanto en el mercado local como en el mercado internacional.	Moderado	N/A	Abierto sin pacto de permanencia	N/A	50.000	2,02	3.320
Seguridad Bolívar	Activos tanto de renta fija como de renta variable.	Alto	N/A	Abierto sin pacto de permanencia	N/A	1.000.000	2,00	1.555
Occidecol	Títulos de contenido crediticio.	Moderado	AAA Fitch Ratings Colombia S. A.	Cerrado	30 días	1.000.000	0,15	120

Fuente: elaboración de las autoras a partir de las páginas web de las sociedades fiduciarias.⁵

La Tabla 7 muestra los resultados de la evaluación EVA[®] para cada uno de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados.

Tabla 7. Evaluación EVA[®] (*economic value added*, valor económico agregado) de los diez fondos de inversión colectiva (FIC) seleccionados

	FIC	EVA [®]
1	Óptimo	-381,42
2	Itaú Largo Plazo	-140,90
3	Renta Fija Plazo	-13.759,23
4	Fiduación	-473,17
5	Renta Acciones	-10.826,50
6	Alianza Acciones	-892,69
7	Accicolf	2.550,00
8	Renta Balanceado	-15.687,00
9	Seguridad Bolívar	-6.408,76
10	Occidecol	860,57

Fuente: elaboración de las autoras a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c); Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.), y los estados financieros de los FIC.⁶

En la Tabla 7 se puede observar que el fondo que mayor valor generó al inversionista en 2018 fue Accicolf (Fiduciaria de Occidente, s. f.-b) y el más negativo fue Renta Balanceado.

⁵ Davivienda Fiduciaria (s. f.); Fiduciaria Bancolombia (2018, s. f.-a, s. f.-b, s. f.-c); Fiduciaria Bogotá (s. f.- b); Fiduciaria Corficolombiana (s. f.-a, s. f.-b); Fiduciaria de Occidente (s. f.-a, s. f.-b); e Itaú Fiduciaria (s. f.).

⁶ *Ibid.*

4.2 Evaluación EVA[®] (*economic value added*, valor económico agregado) de la Sociedad

Una vez identificado el fondo que mayor valor generó al inversionista para 2018 (Accicolf, Fiduciaria de Occidente, s. f.-b) y el fondo que mayor ingreso por comisiones le generó a su sociedad fiduciaria en dicho año (Renta Fija Plazo), se procedió a realizar la evaluación por el modelo de EVA[®] con los resultados financieros obtenidos por la Sociedad al cierre de 2018.

Según el modelo CAPM, se obtuvo una rentabilidad esperada en COP del 5,28 %, que corresponde al WACC de la Sociedad, debido a que no reportó en sus estados financieros deuda financiera para el cierre de 2018.

La Tabla 8 muestra los escenarios evaluados para el EVA[®] de la Sociedad.

Tabla 8. Evaluación EVA[®] (*economic value added*, valor económico agregado) de la Sociedad

Conceptos	Escenario base	Base + FIC Accicolf	Base + FIC renta fija plazo
UODI	16.595	16.661	18.573
Capital invertido	1.489	1.495	1.667
WACC	5,28 %	5,28 %	5,28 %
ROIC	1.114,48 %	1.114,48 %	1.114,48 %
EVA [®]	16.516	16.582	18.485

Cifras en COP millones.

Fuente: elaboración de las autoras.

En la Tabla 8 se puede observar que la Sociedad generó valor a sus accionistas en 2018 por COP 16.516 millones, atribuibles a la administración de sus FIC.

Por otro lado, al incluir dentro de dicha evaluación las comisiones por administración generadas en 2018 por el fondo Accicolf, el EVA[®] de la Sociedad ascendería a COP 16.582 millones, mientras que el escenario en el que se incluyó la comisión del fondo Renta Fija Plazo incrementaría el EVA[®] a COP 18.485 millones.

Capítulo 5: Conclusiones, implicaciones y recomendaciones

5.1 Conclusiones

Los FIC de cada una de las diez sociedades fiduciarias que mayor nivel de activos administraron y mayores ganancias generaron durante el período 2015-2018 no fueron los que presentaron el mejor desempeño en cuanto a los indicadores evaluados (*alpha*, *ratio* de Sharpe, *tracking error* e *information ratio*).

Los fondos clasificados dentro de la macro-categoría Renta Fija son los que menor sensibilidad presentaron frente al comportamiento de sus *benchmarks*, y sus resultados fueron más homogéneos en comparación con las otras macro-categorías.

De los diez FIC seleccionados, el que mayor nivel de activos administraba y mayores ganancias obtuvo al cierre de 2018 fue Renta Fija Plazo de Fidubancolombia, aunque también fue uno de los que destruyó valor al inversionista; mientras que Accicolf de Fiduoccidente, que en comparación con este FIC administraba un menor nivel de activos, fue el que mayor valor le generó al inversionista.

Según las características de los diez FIC evaluados, los fondos cerrados son los que menor comisiones por administración cobran sus sociedades fiduciarias, con perfiles de riesgo medio-alto y con un horizonte de inversión de largo plazo; mientras que los fondos abiertos sin pacto de permanencia son los que mayor nivel de activos administran, mayor ingreso por comisiones les generaron a sus fiduciarias durante 2018 y su monto mínimo de inversión oscila entre COP 50.000 y 1.000.000, por lo cual se puede inferir que resulta más atractivo para un inversionista un fondo en el cual pueda disponer de sus recursos en el momento que lo requiera y cuente con mayores posibilidades de inversión, dado el monto mínimo requerido para este fin.

De los diez FIC evaluados, Accicolf fue el que mayor valor le generó al inversionista para 2018, aunque no fue el que mayor aporte representó para su sociedad fiduciaria en términos de ingresos por comisiones; mientras que Renta Fija Plazo, que no aportó valor al inversionista en dicho año, fue el que mayor ingreso por comisiones obtuvo para su sociedad administradora.

5.2 Implicaciones

Este trabajo constituye una herramienta de referencia para las sociedades administradoras de FIC en relación con la identificación de aspectos claves al momento de estructurar un fondo que les permita ser más competitivas en el mercado y ofrecer a sus inversionistas una mejor alternativa de inversión que se traduzca en mejores resultados financieros para las compañías.

Para los inversionistas, este trabajo les resulta útil al momento de analizar una alternativa de inversión en conformidad con las características que ofrece cada uno de los FIC en relación con

su perfil de riesgo, tipo de fondo, gastos de administración y monto mínimo de inversión, entre otras. Asimismo, les proporciona un instrumento financiero para analizar el desempeño en términos de creación de valor de este tipo de fondos.

Para fines académicos, este trabajo es un aporte a las metodologías de evaluación y aplicación de diferentes modelos y métodos que se pueden emplear en el análisis del desempeño de los FIC.

5.3 Recomendaciones

La Sociedad Fiduciaria XYZ debería considerar al momento de estructurar un FIC que para los inversionistas resulta más atractivo un fondo a la vista que maneje un monto de inversión accesible a toda clase de inversionistas, lo cual se vería reflejado en un mayor volumen de activos administrados por la Sociedad, aunado a un mayor ingreso generado por comisiones de administración. Adicionalmente, y basado en los resultados obtenidos en este trabajo, la Sociedad debería tener en cuenta que los FIC que mayor volumen de activos administran son los que invierten en activos de renta fija o que la composición de su portafolio se encuentre diversificada en renta fija y acciones (balanceados) y su perfil de riesgo se encuentra entre bajo y moderado.

Para estudios posteriores se considera importante incluir una investigación de mercado que permita identificar aspectos relacionados con las preferencias de los inversionistas en cuanto a calidad del servicio, canales de atención, posicionamiento de la sociedad en el mercado, programas de fidelización, etc., con el fin de analizar y considerar otras variables determinantes en el desempeño de una compañía.

Referencias

- a&g (2015). *Glosario de fondos* [en línea, 7 de abril]. Disponible en <https://www.ayg.es/glosario-de-fondos/>
- Alianza Fiduciaria (2018). *Fichas técnicas FIC* [en línea]. Disponible en <https://www.alianza.com.co/fichas-tecnicas?curFolderId=33876>
- ANDBANK (2014). *¿Qué es el tracking error?* [en línea, 2 de diciembre]. Disponible en <http://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-el-tracking-error/>
- Asociación de Fiduciarias de Colombia, Asofiduciarias (s. f.). *Fondos de inversión colectiva* [en línea]. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/educacion-financiera/fondos-de-inversion-colectiva/>
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV (2018). *Guía de estudio. Administración de portafolios* (2.^a ed.) [e-book]. Bogotá: AMV. Disponible en <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2019/07/Material-de-estudio-Administracion-de-Portafolios-24-de-enero-de-2019.pdf>
- Berk, J. y DeMarzo, P. (2008). *Finanzas corporativas* [e-book]. México: Pearson Educación.
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2018a). *Metodología familia de índices COLTES* [en línea, agosto]. Disponible en https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indice-sbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=772d448f_13f75d73b77_5580a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2018b). *Metodología para el cálculo del índice Colcap* [en línea, agosto]. Disponible en https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indice-sbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-5057504f_154e26bf23c_7ee30a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.). *Índices* [en línea]. Disponible en <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/indicesbursatiles?action=dummy>
- Colombia, Banco de la República (s. f.). *TES* [en línea]. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2019). *Inflación anual del índice de precios al consumidor para el 2018 fue de 3.18 %. En 2019 habrá actualización del método de cálculo del IPC. Director del DANE* [comunicado de prensa; en línea, 5 de enero]. Disponible en https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/cp_ipc_dic18.pdf

- Colombia, Presidencia de la República (2013). *Decreto 1242*. Bogotá: Diario Oficial 48.821. Disponible en <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1251033>
- Colombia, Superintendencia Financiera (2020). *Valoración de fondos de inversión colectiva y de las inversiones que conforman sus portafolios* [en línea]. Disponible por descarga en <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1000227&downloadname=cap11carerascolectivas.doc%0A>
- Colombia, Superintendencia Financiera (1995). *Circular básica contable y financiera. Circular 100* [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-general/circular-basica-contable-y-financiera-circular-externa--de---15466>
- Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-a). *Circular básica jurídica (C.E. 029/14). Parte III – Mercado desintermediado* [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10083481>
- Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-b). *Rentabilidad y valor* [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10085897>
- Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.-c). *Resultados del sistema financiero colombiano, diciembre de 2018* [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10099775>
- Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A search for the basic building block* [en línea, diciembre]. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>
- Damodaran, A. (2020-a). *Total Betas by sector, 1/19* [en línea, enero]. Disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html
- Damodaran, A. (2020-b). *Country default spreads and risk premiums* [en línea, julio]. Disponible en <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem18.xls%0A>
- Damodaran, A. (s. f.). *Estimating risk parameters* [en línea]. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>
- Davivienda Fiduciaria (s. f.). *Fondo de inversión colectiva Seguridad Bolívar* [en línea]. Disponible en https://fidudavivienda.davivienda.com/wps/portal/fidudavivienda/inicio/F_Productos_y_Servicios/F_Carteras_Colectivas/fondoseguridadbolivar!/ut/p/z1/pZDND0IwEISfhSfoQiuUY9Haln-1FezFcJNFD0Yn1818WhD4t42-WZmZ5FFPbLT8HTj8HC3abi895ONz5juSJ1nUVXQNQArcVQTKTHfhKibASKSRqbbfcViSUBponjDWwwakP1HXyBL9PBj2MJ8D2D99h2yM-L7gBf4VJwBRvXhWIgQRLqKQLVlpk0GWORfB88V96sxpqgenxiB4Acmig4A!/dz/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/
- Dinero (2018). *¿Qué provocó la caída de la bolsa colombiana en octubre?* *Revista Dinero* [en línea, 8 de noviembre]. Disponible en <https://www.dinero.com/edicion-impresa/negocios/articulo/por-que-se-cayo-la-bolsa-colombiana-en-octubre-2018/263952>
- Fiduciaria Bancolombia (2018). *Fondo Abierto Renta Acciones* [en línea]. Disponible en <https://fiduciaria.grupobancolombia.com/wps/portal/fiduciaria/productos-servicios/fondos-inversion-colectiva/renta-acciones>

- Fiduciaria Bancolombia (s. f.-a). *Fondos de inversión colectiva. Renta balanceado* [en línea]. Disponible en <https://fiduciaria.grupobancolombia.com/wps/portal/fiduciaria/productos-servicios/fondos-inversion-colectiva/renta-balanceado>
- Fiduciaria Bancolombia (s. f.-b). *Fondos de inversión colectiva. Renta fija a plazo* [en línea]. Disponible en <https://fiduciaria.grupobancolombia.com/wps/portal/fiduciaria/productos-servicios/fondos-inversion-colectiva/renta-fija-a-plazo>
- Fiduciaria Bogotá (s. f.-a). *Fiduación. Fondo de inversión colectiva abierto con pacto de permanencia* [en línea]. Disponible en <https://www.fidubogota.com/wps/themes/html/fidubogota/fiduacion-preferente-y-premium.html>
- Fiduciaria Bogotá (s. f.-b). *Óptimo. Fondo de inversión colectiva abierto con pacto de permanencia* [en línea]. Disponible en <https://www.fidubogota.com/wps/themes/html/fidubogota/optimo-preferente-y-premium.html>
- Fiduciaria Corficolombiana (s. f.-a). *Fondos de inversión colectiva* [en línea]. Disponible en <https://www.fiduciariacorficolombiana.com/wps/portal/fiducorficolombiana/inicio/fiducia-inversion/fondos-inversion-colectiva>
- Fiduciaria Corficolombiana (s. f.-b). *Resultados importantes* [en línea]. Disponible en <https://www.fiduciariacorficolombiana.com/wps/portal/fiducorficolombiana/inicio/nuestra-fiduciaria/resultados-importantes>
- Fiduciaria de Occidente (s. f.-a). *Fondo cerrado Occidecol* [en línea]. Disponible en <https://www.fiduoccidente.com/wps/portal/fiduciaria-occidente/fiduoccidente/fiducia-inversion/fondos-inversion-colectiva/occidecol>
- Fiduciaria de Occidente (s. f.-b). *Fondo de inversión colectiva Accicolf* [en línea]. Disponible en <https://www.fiduoccidente.com/empresas/grandes/accicolf>
- International Monetary Fund IMF (2020). *Download entire World Economic Outlook database* [en línea, abril]. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2020/01/weodata/download.aspx>
- Investing.com (s. f.). *Rentabilidad del bono Estados Unidos 10 años* [en línea]. Disponible en <https://es.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>
- Itaú Fiduciaria (s. f.). *Fondos de inversión colectiva* [en línea]. Disponible en <https://www.itaú.co/personal/inversion/fondos-de-inversion>
- LVA Índices; Asociación de Fiduciarias de Colombia, Asofiduciarias, y Asociación de Comisionistas de Bolsa, Asobolsa (2019). *Control de actualizaciones de documento* [en línea, 16 de enero]. Disponible en <http://sificcolombia.com/wp-content/uploads/2019/03/20190116-Metodología-Categorización-FICs-Versión-3.0.pdf>
- McKinsey & Co., Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5.ª ed.). Hoboken, NJ: JohnWiley & Sons.
- Perú, Banco Central de Reserva del Perú, BCRP (2020). *Cuadros estadísticos. Tasas de interés. 35. Indicadores de riesgo para países emergentes: EMBIG. Diferencial de rendimientos contra bonos del Tesoro de EUA (en puntos básicos)* [en línea]. Disponible por descarga en <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/nota-semanal/cuadros-estadisticos.html>
- Portafolio (2015). En el índice Colcap, 18 títulos siguen con números en rojo [en línea, 31 de julio]. *Revista Portafolio*. Disponible en

<https://www.portafolio.co/negocios/empresas/indice-colcap-18-titulos-siguen-numeros-rojo-37316>

Sánchez Segura, J. H. (2010). La tasa de descuento en países emergentes. Aplicación al caso colombiano. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, 69, 120-134. Disponible por descarga en <https://www.redalyc.org/comocitar.oa?id=20619966007>

Sharma, A. K. y Kumar, S. (2010). Economic value added (EVA) – Literature review and relevant issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200-220. <https://doi.org/10.5539/ijef.v2n2p200>

Sistema de categorización de fondos de inversión colectiva, SIFIC (s. f.). *¿En qué consiste la categorización de fondos de inversión colectiva?* [en línea]. Disponible en <https://sificcolombia.com/que-es-sific-colombia/>

Venegas Loaiza, A. (2019). Personas naturales, claves en el auge de los fondos de inversión colectiva [en línea, 25 de junio]. *La República*. Disponible en <https://www.larepublica.co/finanzas/personas-naturales-claves-en-el-auge-de-los-fondos-de-inversion-colectiva-2876973>