

- + Privatizaciones, **infraestructura y mercado de capitales**
- + Fondos de **inversión**

- + Desarrollo del **mercado de capitales**
- + Entrevista al **ministro de Transporte**

financiera carta

ABRIL / JUNIO 2011

154



Arquitectura y plomería **FINANCIERA**



TARIFA POSTAL REDUCIDA N.º 2010-2564-72 LA RED POSTAL DE COLOMBIA, VENCE 31 DE DICIEMBRE 2011

COL \$12.000

ISSN 0120-3436



7 709998 002494

No.154 Abril - Junio de 2011

**Carta Financiera es una publicación
de la Asociación Nacional de
Instituciones Financieras - ANIF**

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 2008-256 de Adpostal
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Alejandro Vera

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Raúl Ávila
Jennifer Carvajal
Karen A. Erazo
Raúl Alejandro Fandiño
Alejandro González
Manuel I. Jiménez
María A. Lozano
María P. Salcedo
Nelson Vera

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez

ILUSTRACIÓN CARÁTULA
Luz Stella Sánchez

IMPRESIÓN
Legis S.A.

DIRECTORA DE PUBLICIDAD Y MERCADEO
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel 312 45 03



SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A No.7-86
Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70
Desde cualquier parte del país sin costo
01 800 011 99 07
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

DISTRIBUCIÓN
DISTRIBUIDORA COLOMBIA

CORREO ELECTRÓNICO anif@anif.com.co
PÁGINA WEB www.anif.co

Se prohíbe la publicación parcial o total de los artículos
de **Carta Financiera** sin previa autorización.

GUÍA EMPRESARIAL

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras



SUSCRÍBASE AL MEJOR ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Es un análisis ágil sobre los principales aspectos y perspectivas de la economía colombiana, así como sobre el desenvolvimiento macroeconómico de Venezuela, Ecuador, Chile, Perú y Estados Unidos. Incluye un estudio completo sobre los siguientes temas: economía internacional, actividad económica, inflación, sector externo y manejo cambiario, crédito y tasas de interés, liquidez y finanzas públicas. El informe recopila las proyecciones de Anif, del gobierno y de otros analistas sobre las principales variables macroeconómicas de Colombia y otros países de interés. Entrega trimestral.

INSCRIPCIONES

Bogotá • Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF
Calle 70 A No.7-86. Teléfonos: 543 3055 - 310 2041 - 310 2752 - 310 3868
Fax: 235 5947 - 312 4550 - 755 0076. Correo electrónico: eventos@anif.org
Desde cualquier lugar del país marque la línea gratuita 01 800 0119907

www.anif.co

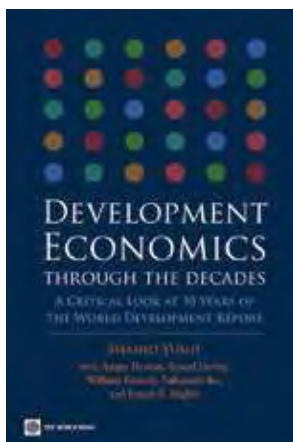


Germán Cardona
Ministro de Transporte

78

El desarrollo
económico a
lo largo de
las décadas

Shahid Yusuf



EDITORIAL

- 4** Plan Nacional de Desarrollo (2010 - 2014)
Sueños, realidades y necesidades

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 9** El desarrollo del mercado de capitales
desde la perspectiva del supervisor
Gerardo Hernández Correa
- 15** Privatizaciones, infraestructura y **mercado de capitales**
Sergio Clavijo, Alejandro Vera y Alejandro González
- 25** La hoja de ruta del **mercado de capitales**
Clemente del Valle
- 28** Reformas regulatorias para impulsar los **fondos de inversión**
César Prado
- 40** Industria de gestión de **activos en Colombia:**
temas de forma y temas de Fondos
Alex Silberwasser
- 46** Cámara de Riesgo Central de Contraparte- CRCC:
**elemento esencial en la mitigación del riesgo
sistémico de los mercados de capitales**
Óscar Leiva Villamizar
- 53** **Acciones Colombia:** la transformación de una bolsa
financiera a una petrolera
Emilio Echavarría

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 60** Reforma pensional, solidaridad y pasivos contingentes
- 65** Impuesto al Patrimonio y distorsiones económicas

ENTREVISTA

- 68** Construyendo la infraestructura para la prosperidad
Germán Cardona, ministro de Transporte

TORRE DE MARFIL

- 78** El desarrollo económico a lo largo de las décadas: una visión
crítica tras 30 años de reportes sobre desarrollo mundial
Libro escrito por Shahid Yusuf



Plan Nacional de Desarrollo (2010-2014)

Sueños, realidades y necesidades

En febrero de 2011, el DNP divulgó la versión definitiva de su “Plan Nacional de Desarrollo (PND) del 2010-2014: Prosperidad para Todos”. Esta versión incluye ajustes relevantes frente al desastre invernal de finales 2010 - inicios 2011, el cual requirió Declaratoria de Emergencia Económica-Social y más de 30 decretos-ley. Allí se adoptaron mayores tributos, se reasignaron partidas presupuestales y se reestructuraron las CARs, entre otras acciones. Dicha ola invernal ha dejado a cerca de 2.2 millones de colombianos afectados, unas 600.000 hectáreas de cultivos inundadas (un 10% del área cultivada) y daños a viviendas e infraestructura que podrían bordear los \$10 billones (un 2% del PIB).

En esta nota evaluaremos los objetivos centrales del PND 2010-2014. Para ello, tomaremos como referencia los legados y lastres de la administración Uribe 2002-2010 (ver *Informe Semanal* No. 1058 de enero de 2011). Como vimos, la continuidad gubernamental permitió que los frentes de ordenamiento estatal, pensiones, crecimiento económico y saneamiento fiscal se convirtieran en “virtudes”. Mientras que, por el contrario, los pobres resultados en los frentes sociales dejaron un cúmulo de desafíos para la administración Santos, quien tendrá que luchar contra: i) las elevadas tasas de desempleo, actualmente bordeando un 11%-12%; ii) una pobreza absoluta cercana al 45% de la población (medida por ingreso autónomo), y iii) la alta concentración del ingreso (un Gini de 0.58, el más alto de la región). Adicionalmente, la administración saliente nos ha dejado un pesado lastre en materia de rezagos en

infraestructura, un verdadero “talón de Aquiles” para la competitividad del país.

De Uribe (2002- 2010) a Santos (2010-2014)

La administración Uribe contó con dos PNDs: “Hacia un Estado Comunitario 2002-2006” y “Estado Comunitario: Desarrollo para Todos 2006-2010”. Curiosamente, esa continuidad “congeló” el interés en realizar evaluaciones independientes de lo alcanzado en 2002-2006 y se desaprovechó la oportunidad de realizar urgentes correctivos en el PND del período 2006-2010. Anif realizó una de las pocas evaluaciones de ese período y claramente nuestro balance resultó menos optimista que la “línea oficial” de Sinergia (la cual lleva años autocalificando al DNP-PNDs y otorgándoles generosas calificaciones de 95/100), (ver *Informe Semanal* No. 860 de diciembre de 2006).

El legado Uribe I-II fue devolverle la tranquilidad ciudadana al país a través del fortalecimiento de la fuerza pública y el debilitamiento de los grupos armados ilegales y del narcotráfico, pero sin llegar a derrotarlos aún. A continuación analizaremos los avances sectoriales y los desafíos del PND de la administración Santos (2010-2014).

1. Ordenamiento estatal: Anif considera que, a nivel económico, el gran logro de Uribe I – II tuvo que ver

con el ordenamiento estatal y por ello le otorgamos la más alta calificación (8.5/10) a ese rubro. Ello incluyó reestructurar Telecom, las electrificadoras y muchas otras entidades donde dominaba la corrupción. Sin embargo, a pesar de que se avanzó en el tema de la capitalización privada de Ecopetrol, faltó profundizar en las enajenaciones de ISA e Isagén.

El PND 2010-2014 no propone nuevos avances en este frente de enajenaciones, aunque sí avanza en la creación de los ministerios de Justicia, Trabajo y Medio Ambiente (deshaciendo el camino mal andado bajo Uribe I-II en este frente). Sin embargo, los desastres climáticos obligaron a la administración Santos, a través del Decreto-Ley 4820 de 2010, a aprobar la enajenación de acciones de Ecopetrol, hasta por un 10%, cuyos recursos se destinarán a reparación de infraestructura (ver cuadros 1 y 2).

2. Reformas pensionales: el segundo rubro de mejor desempeño bajo Uribe I-II tuvo que ver con las reformas pensionales (calificación 7.5/10). Dichas reformas paramétricas (2003-2007) y la Constitucional (2005) ayudaron a reducir el VPN del pasivo pensional. No obstante, ahora lo que vemos es una peligrosa reversión del régimen privado hacia el público. Si bien esto le ha proporcionado algo de caja al régimen público, mejorando “ficticiamente”

el balance consolidado, hacia el futuro ello agravará el desbalance fiscal estructural. De hecho, el VPN-pensional se estará elevando nuevamente del 118% del PIB en 2009 al 141% del PIB en 2014.

Inicialmente, el PND proponía elevar la edad de pensión de 57/62 a 62/65 años Mujeres/Hombres. Se trataba de una propuesta tímida, pues el horizonte de ajuste era de 30 años. Si así se hiciera, le habría tomado a Colombia la módica suma de 50 años llegar a la meta trazada en 1993, una lamentable tardanza a la hora de corregir los desequilibrios pensionales. Ahora el gobierno ha dicho que lo que (en realidad) se propone es impulsar una reforma pensional integral. Para que así fuera, ella debería abordar a fondo: i) el marchitamiento del régimen de prima media (cierre para nuevos contribuyentes); ii) la reducción de las tasas de reemplazo de niveles del 65%-70% al 45%-50%, eliminando los subsidios remanentes, y iii) el aumento en las edades de pensiones en un horizonte no superior a tres años, hasta llevarla a 62/65 años, y anclarla (por fórmula) a los progresos en la esperanza de vida.

3. Crecimiento: como vimos, el desempeño del PIB-real fue tan sólo aceptable, recibiendo una calificación de 6.5/10. Durante Uribe I el promedio de crecimiento fue del 4.9%

Cuadro 1. Evaluación administración Uribe (2002-2010) y PND-administración Santos (2010-2014) (Calificación: máxima 10; mínima 1)

Objetivos	Administración Uribe I y II (2002-2010)	Calificación	PND-Administración Santos (2010-2014)	Meta 2014
1. Ordenamiento estatal (privatizaciones)	<ul style="list-style-type: none"> Privatizaciones en los sectores: financiero, eléctrico, energético y telecomunicaciones (ETB, Telecom) Capitalización Ecopetrol Pendiente privatización de Isagén-Isa 	8.5	<ul style="list-style-type: none"> No se proponen nuevos avances en este frente Decreto 4820 de 2010, enajenación de las acciones de Ecopetrol hasta por un 10% con destino a gastos de infraestructura 	
2. Pensiones	<ul style="list-style-type: none"> Pasivos contingentes (% PIB): Del 220% en 2002 al 118% en 2009 Reformas paramétricas: leyes 797 y 860 de 2003 Urge elevar la edad de pensión 	7.5	<ul style="list-style-type: none"> Se propuso a partir de 2014 elevar la edad de pensión de 57 años a 62 años en las mujeres y de 62 a 65 años en los hombres; sin embargo, esta iniciativa fue retirada del PND Pendiente reforma estructural 	
3. Crecimiento	<ul style="list-style-type: none"> Crecimiento del PIB - real (% PIB): Del 2.3% en 2002 al 4.3% en 2010 	6.5	<ul style="list-style-type: none"> Aceleración del crecimiento económico Locomotoras 	Crecimiento del PIB-real: 6.2%
4. Saneamiento fiscal	<ul style="list-style-type: none"> Balance primario (% PIB): Del -1.8% en 2002 al -1.3% en 2010 	6.0	<ul style="list-style-type: none"> Regla fiscal Proyecto de Acto Legislativo No.19 de 2010 	Balance primario (% del PIB): 0.8%
5. Salud	<ul style="list-style-type: none"> Cobertura (%) Del 60% en 2002 al 92% en 2010 Mal manejo de la emergencia social y pendiente Ley Estatutaria 	5.0	<ul style="list-style-type: none"> Cobertura universal Unificar planes de beneficio 	Cobertura (%): 100% Unificar planes de beneficio: 80%

Fuente: elaboración Anif con base en Dane, DNP, y MHCP.

El PND propone reducir la tasa de desempleo al 8.9% en 2014. Si bien cabe aplaudir los correctivos a la relación capital/trabajo, desmontando exenciones (Ley 430 de 2010) y reduciendo marginalmente los costos parafiscales (Ley 1429 de 2010), no creemos que ello permitirá alcanzar las metas señaladas.

por año y en Uribe-II tan sólo del 3.7% anual; tan pronto se desaceleró la economía mundial, nos arrastraron a la baja, dejando claro que el crecimiento de largo plazo de Colombia continúa siendo el mismo 4%-4.5% de los últimos 50 años.

El PND (2010-2014) no habla de crecimientos sostenidos superiores al 6% anual, sino de un asomo del 6.2% en 2014. Los ejercicios de capital-incremental (ICOR) nos indican que inclusive esa meta puntual luce optimista, cuando la relación capital fijo/PIB ha venido cayendo del 27% al 24% en años recientes. En vez de locomotoras del crecimiento, como hoy lucen las cosas, seguiremos soñando con el “tren bala” y, en el corto plazo, ansiando poder sustituir “las balas” por “el tren”.

Algunas otras metas lucen más realistas: i) duplicar las dobles calzadas, hasta alcanzar 2.000km en 2014; 2) incrementar la producción de carbón en un 70%, llegando a 124 millones toneladas/año; 3) elevar en un 43% la producción de petróleo, hasta alcanzar 1.4 millones de barriles/día en 2014, y 4) construir un millón de VIS en el cuatrienio. Todo esto implicará mejorar la estructuración y gestión de estos proyectos de forma rápida.

4. Saneamiento fiscal: a Uribe I-II le habíamos otorgado una calificación de 6/10 en este frente. Si bien había logrado un equilibrio primario en 2006, de allí en adelante su posición se fue deteriorando, hasta cerrar con el “habitual” déficit primario del -1% del PIB. Claramente, éste será uno de los grandes retos para la administración Santos. Sin embargo, en el PND no se vislumbran estos ajustes estructurales y, en particular, somos algo escépticos sobre las posibilidades de lograr que el “auge de las regalías” se traduzca en mayor crecimiento e infraestructura regional, bajo el enfoque actual de “regiones”.

5. Salud: la calificación obtenida por Uribe I-II en este rubro fue de 5/10. A pesar de los avances en cobertura, hubo alta improvisación y manejos deficientes, como el de la emergencia social. Según el PND, la cobertura universal se alcanzaría en el año 2014, mientras que la unificación POS llegaría al 80% en ese mismo año. La

aprobación de la Ley 1438 de 2011 y (eventualmente) de la Ley Estatutaria debería evitar un deterioro de la posición fiscal. La clave estará en las reglamentaciones del caso. Actualmente proyectamos un deterioro en la posición fiscal del orden del 1.5% del PIB por cuenta del mayor gasto en salud hacia el año 2015.

6. Comercio exterior: este rubro obtuvo una calificación de 5/10 bajo Uribe I-II. Si bien se habían logrado consolidar TLCs con Canadá, Europa, Triángulo Norte, el de Estados Unidos sigue pendiente y el de la CAN se deterioró fuertemente. El PND plantea ingresar a los clubes económicos de: i) la APEC; ii) la OCDE, y iii) fortalecer lazos comerciales con Medio Oriente. Esto luce algo prematuro, pero el país podría aprovechar esta circunstancia de “complacencia fiscal internacional” para acelerar sus reformas estructurales (tributaria, pensional y laboral). De no hacerse, no sólo será difícil mantener dicho premio del grado de inversión, sino que no veremos crecimientos sostenidos al 6% por año, reducción del desempleo al 8% y no llegaremos al superávit primario del +1% del PIB.

7. Desarrollo de infraestructura: la administración Uribe I-II obtuvo sus registros más bajos en este frente, 4.5/10. Los atrasos, la corrupción y la desidia del sector hablan por sí solos. Ya hemos comentado antes cómo la aceleración del Producto y las ganancias en productividad serán la única forma de superar este “talón de Aquiles” de la infraestructura.

8. Lucha anticorrupción: mencionábamos también cómo la “meritocracia” no fue sino un discurso vacío en la pasada administración. Allí están los casos de: DAS, Fiscalía, Estupefacientes, AIS, personal-político en la Cancillería. Así, el Índice de Transparencia se deterioró de 3.9/10 en 2006 a 3.5/10 en 2010. El PND aspira a elevar esta calificación a 4/10 hacia el año 2014.

9. Pobreza y equidad: en este frente el balance bajo Uribe I-II fue malo; 2.5/10. La pobreza tan sólo se redujo


del 54% al 45%, mientras que la concentración del ingreso siguió en sus elevados niveles de 0.58 en el Gini (el peor de la región). El PND plantea reducir la pobreza absoluta al 38% en el año 2014, pero parece enfatizar aún más el gasto social, el cual ya bordea el 6%-8% del PIB. Esto luce insostenible desde el punto de vista fiscal.

10. Desempleo e informalidad: en este frente le habíamos asignado una calificación de 2.5/10 a la administración Uribe I-II. El desempleo tan sólo se logró reducir del 15.5% en 2002 al 11.8% en 2010. Colombia continúa con los peores registros de la región en estos frentes de desempleo e informalidad, donde tan sólo uno de cada tres colombianos cotiza a la seguridad social.

El PND propone reducir la tasa de desempleo al 8.9% en 2014. Si bien cabe aplaudir los correctivos a la relación capital/trabajo, desmontando exenciones (Ley 430 de 2010) y reduciendo marginalmente los costos parafiscales (Ley 1429 de 2010), no creemos que ello permitirá alcanzar las metas señaladas. Nuevamente, las medidas adoptadas no tienen el calado requerido para corregir problemas de carácter estructural, pues trabajan únicamente sobre “el margen”.

Conclusiones

Hemos visto cómo las ejecutorias de la administración Uribe (2002 -2010) arrojan una calificación promedio de 5.1/10 en opinión de Anif, frente a las autocalificaciones del DNP-Sinergia de 95/100. El análisis sectorial aquí presentado debe servirnos para dimensionar los logros y dificultades que enfrentará la administración Santos en las metas que se ha trazado en su PND.

Los mayores desafíos están en las áreas de aceleramiento sostenido del PIB-real a tasas superiores al 6% por año; dotación de la infraestructura requerida para ello; reducción del desempleo a niveles del 9%, y disminución de la pobreza a niveles del 38% hacia el año 2014. La solución a estos problemas requerirá mucho esfuerzo de coordinación institucional, de planeamiento y acopio de recursos públicos y privados. Aunque el norte luce bien trazado, todavía no vemos la consistencia requerida entre los instrumentos (las leyes y el marco regulatorio) y estos objetivos de largo plazo, pero el tiempo nos dirá cuál será la brecha entre unos y otros. 

Cuadro 2. Evaluación administración Uribe (2002-2010) y PND-administración Santos (2010-2014)
(Calificación: máxima 10; mínima 1)

Objetivos	Administración Uribe I y II (2002-2010)	Calificación	PND-Administración Santos (2010-2014)	Meta 2014
6. Comercio internacional (TLCs)	<ul style="list-style-type: none"> En vigencia: Mercosur, Chile, Triángulo del Norte, UE y Canadá Pendiente: TLC - EE.UU 	5.0	Negociación para ingresar a: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y la Asociación de Cooperación Económica Asia Pacífico (APEC)	
7. Infraestructura	<ul style="list-style-type: none"> Dobles calzadas: De 390km en 2002 a 884km en 2010 Éxito de AHN y fracaso de Inco Retrasos en múltiples frentes de trabajo Mala estructuración y elevada corrupción 	4.5	<ul style="list-style-type: none"> Reconstrucción vías y taponamiento de diques por ola invernal Duplicación de km de dobles calzadas 	Dobles calzadas: 2.000km
8. Anticorrupción	<ul style="list-style-type: none"> Índice de Transparencia Internacional De 3.9/10 en 2006 a 3.5/10 en 2010 	2.5	<ul style="list-style-type: none"> Mejorar el Índice de Transparencia Internacional Política de buen gobierno 	Índice de Transparencia Internacional: 4.0/10
9. Pobreza y equidad	<ul style="list-style-type: none"> Pobreza (ingreso autónomo): Del 54% en 2002 al 45% en 2009 Gini: Del 0.59 en 2002 al 0.58 en 2009 	2.5	<ul style="list-style-type: none"> Reducir la pobreza y la concentración del ingreso Mejorar la focalización del gasto social 	Pobreza: 38% Gini: 0.54
10. Empleo y formalización	<ul style="list-style-type: none"> Desempleo (%): Del 15.5% en 2002 al 11.8% en 2010 Formalidad (% de la PEA cotizando en PILA): Del 24% en 2002 al 32% en 2010 	2.5	<ul style="list-style-type: none"> Ley de primer empleo y formalización (Ley 1429 de 2010) Desmonte de las exenciones al capital (Ley 430 de 2010) 	Desempleo : 8.9%
Calificación promedio		5.1		

Fuente: elaboración Anif con base en Dane, DNP, y MHCP.



Gerardo Hernández Correa *

El desarrollo del mercado de capitales desde la perspectiva del supervisor

Los cambios introducidos en la regulación del mercado de capitales colombiano en la última década le han permitido una mayor dinámica y profundización, haciéndolo más eficiente, transparente y acorde con estándares internacionales. En especial, la expedición de la Ley 964 de 2005 y su reglamentación permitió avances en materia del funcionamiento de los agentes del mercado, proveedores de infraestructura y vehículos financieros.

Sin embargo, por la dinámica misma del mercado se requieren adecuaciones normativas continuas para lograr un avance apropiado del mercado de capitales. Por tal razón, y teniendo en cuenta que este mercado constituye uno de los principales instrumentos para el desarrollo económico del país, el gobierno del presidente Santos inició un proceso de discusión con los distintos agentes que participan en el mercado para identificar aspectos que requieran nuevos ajustes. Para ello se cuenta con un diagnóstico del mercado de capitales realizado con la colaboración del Banco Mundial.

El gobierno del presidente Santos inició un proceso de discusión con los distintos agentes que participan en el mercado de capitales para identificar aspectos que requieran ajustes.

La participación de la Superintendencia dentro de este proceso es relevante en la medida en que armoniza la regulación y la supervisión con las necesidades del mercado.

Regulación

En materia de normatividad, el Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público-MHCP y la Superintendencia Financiera de

Colombia-SFC, ha expedido la regulación necesaria para la implementación de las leyes 964 de 2005 y 1328 de 2009, con miras a lograr un mercado de capitales más profundo.

Al respecto, se desarrolló el marco normativo fundamentado en los siguientes aspectos:

Agentes del mercado: con el objetivo de definir el nivel de responsabilidad del intermediario del mercado de valores en relación con un tipo de inversionista, la regulación se orientó a la determinación de las características de cliente inversionista e inversionista profesional, así como a los deberes de asesoría por parte de los intermediarios de valores.

Proveedores de infraestructura: sobre las diferentes estructuras que soportan el funcionamiento del mercado de capitales, el regulador expidió normas que facilitan la negociación o registro de valores, principalmente en

* Superintendente Financiero de Colombia.

aspectos relacionados con los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores (renta fija, renta variable, derivados), sistemas de compensación y liquidación y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, entre otras.

Vehículos financieros: con el objeto de estimular la oferta y la demanda de valores, al igual que incentivar el ahorro colectivo, el regulador ha desarrollado el marco normativo que permita la diversificación de instrumentos de inversión a través de canales tales como: los diferentes tipos de carteras colectivas, fondos bursátiles, fondos de capital privado, ofertas públicas, sistemas de cotización de valores del extranjero, multifondos e instrumentos financieros derivados y productos estructurados.

Estos cambios han favorecido el incremento del portafolio de alter-

nativas de inversión disponible en el mercado con mejoras en eficiencia y en la promoción de la diversificación de títulos disponibles para negociación y de instrumentos de inversión colectiva.

En materia de eficiencia, el supervisor ha realizado ajustes internos al proceso de autorización de ofertas públicas en procura de responder de una manera rápida a las iniciativas financieras, permitiendo una mayor oportunidad a los potenciales emisores. Paralelamente, la SFC implementó en su página web la guía estándar para la elaboración de los prospectos de emisión.

Con respecto a la diversificación, se han adelantado ajustes normativos con relación a los sistemas de cotización de valores del extranjero que permiten ampliar la base de títulos susceptibles de negociación.

De otra parte, vale la pena señalar que, a raíz de los cambios regulatorios

en materia de instrumentos de inversión colectiva, se ha estimulado el aumento de la captación de recursos financieros a través de las carteras colectivas (CCs) y los fondos de capital privado (FCPs). En efecto, durante el período de enero de 2007 a diciembre de 2010 el número total de CCs y FCPs ha presentado un crecimiento del 24.18%, al pasar de 153 a 190. Asimismo, la administración de recursos para el mismo período muestra un aumento en el volumen del orden del 108.17%.

Sobre la demanda, se ha venido trabajando en la canalización del ahorro a través de vehículos de inversión tales como carteras colectivas, fondos bursátiles (ETFs), multifondos y fondos de capital privado.

Con respecto a las carteras colectivas: se han orientado los esfuerzos en la revisión del régimen actual, lo que evidencia que para algunos tipos de carteras colectivas se deberían efectuar ajustes en la regulación, de tal forma que cada uno de ellos pueda cumplir con su objetivo específico.

De otra parte, y con el ánimo de contribuir al desarrollo del mercado de capitales y consciente de la necesidad de adecuar su regulación, la SFC consideró indispensable realizar un ajuste al proceso de licenciamiento de carteras colectivas, específicamente el relacionado con el régimen de autorización general, a fin de hacer procesos expeditos que permitan aprovechar las oportunidades del mercado.

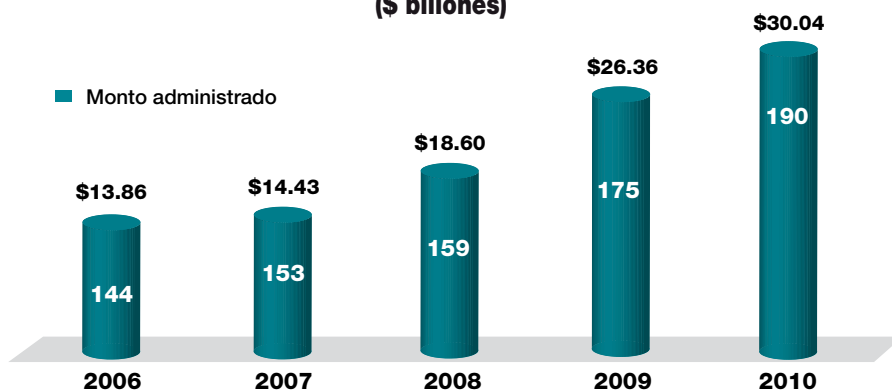
Éste se realizó teniendo en cuenta los importantes adelantos en la regulación del mercado de valores, así como la experiencia y el profesionalismo que las sociedades administradoras de carteras colectivas han adquirido en los últimos años.

Las principales condiciones previstas para la autorización general son las siguientes:

- La sociedad deberá haber administrado durante los últimos tres años

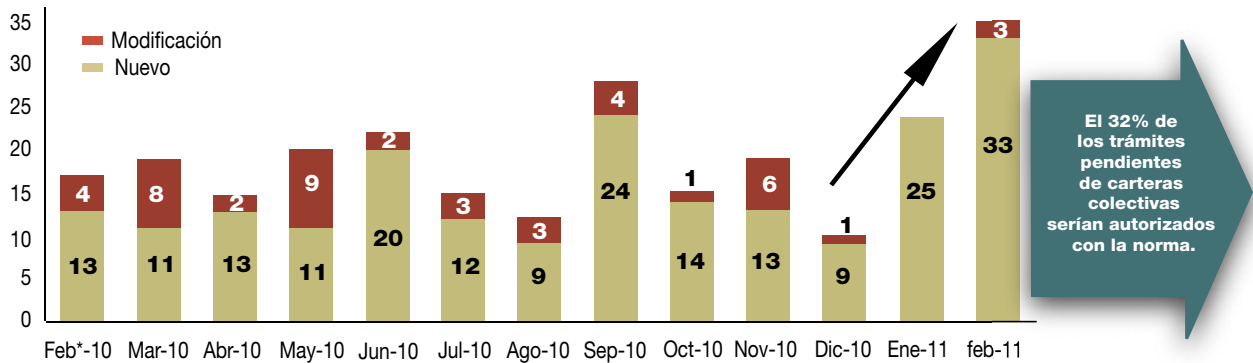
Con el objeto de estimular la oferta y la demanda de valores, al igual que incentivar el ahorro colectivo, el regulador ha desarrollado el marco normativo que permita la diversificación de instrumentos de inversión a través de canales diversos.

Gráfico 1. Evolución CC y FCP 2006-2010
Número de carteras y montos administrados (\$ billones)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cifras a diciembre 31 de 2010.

Gráfico 2. Autorizaciones y modificaciones reglamentos carteras colectivas según tipo de solicitud (Feb 2010 - Feb 2011)



al menos dos carteras colectivas, una de las cuales debe estar en funcionamiento al momento de entrada en operación de la cartera colectiva beneficiada con este régimen.

- No haber sido sancionada en el año inmediatamente anterior a la fecha de inicio de actividades de la cartera colectiva.
- Estar dirigida a inversionistas profesionales, o invertir en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y/o listados en sistemas de cotización de valores del extranjero (incluyendo aquellos negociados en el mercado global colombiano y el MILA).

respecto de determinada sociedad administradora.

Con relación a fondos bursátiles ETFs (Exchange Trade Funds): el Gobierno Nacional expidió el Decreto 4805 de 2010, mediante el cual adecuó el régimen aplicable teniendo en cuenta los estándares adoptados internacionalmente.

Este instrumento permite al pequeño inversionista acceder al mercado de renta fija y renta variable, en la medida en que el portafolio que administra dicho fondo está compuesto por valores que se negocian en el mercado de capitales, con el fin de replicar un índice bursátil.

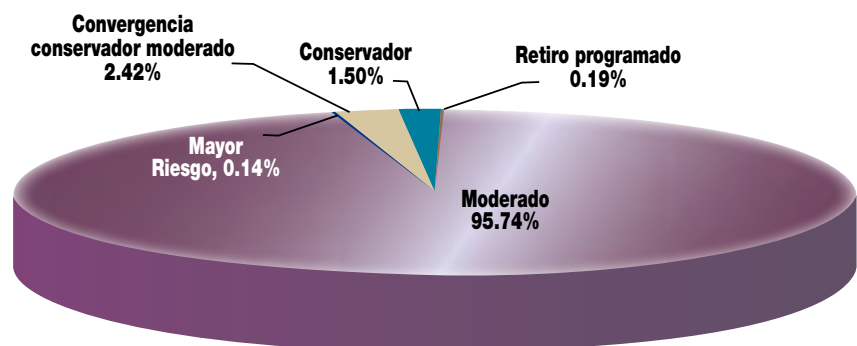
Cabe destacar que el enfoque de la supervisión de este instrumento se llevará a cabo con base en el seguimiento al profesionalismo de los administradores, el cumplimiento de las obligaciones legales y contractuales (administrador del fondo - gestor) y la adecuada revelación de información al mercado.

Frente al tema de la participación del ahorro pensional dentro del mercado: La Ley 1328 de 2009 facilitó la ampliación de los canales de demanda de valores a través de los multifondos (conservador, moderado y de mayor riesgo), administrados por los fondos de pensiones. Dichos

Con la expedición de la Circular 014 de 2011, se mejoró la oportunidad de atención de solicitudes de autorización de carteras colectivas, contribuyendo así al desarrollo y crecimiento del mercado de capitales en nuestro país. El 72% de las solicitudes que se encuentra en curso se verá beneficiado.

En todo caso, en cualquier momento la SFC podrá solicitar los ajustes que considere necesarios al reglamento de las carteras colectivas que hayan iniciado operaciones en virtud del régimen de autorización general o suspender la autorización general

Gráfico 3. Participación de afiliados por tipo de fondo
Total 9.474.885
(22 de marzo de 2011)



Sólo el 0.19% de los afiliados eligió tipo de fondo.

La Superintendencia Financiera, como parte de su mandato legal consagrado en el Decreto 2555 de 2010 y en pro del adecuado desarrollo del mercado de capitales, ha construido un Marco Integral de Supervisión (MIS) con el objetivo de adaptarse eficientemente a los cambios permanentes del entorno financiero y tener una amplia comprensión de la dinámica de los riesgos.

vehículos establecieron criterios de elección con base en edades y perfiles de riesgo, con el objeto de ofrecer una rentabilidad ajustada a las expectativas del riesgo y permitir una mayor diversificación de portafolios.

Sin embargo, y como era de esperar, ya que se trata de una elección voluntaria, el traslado de afiliados al fondo de mayor riesgo ha sido bajo.

En materia de infraestructura: que se incorpora a los sistemas de negociación y registro de operaciones, el ajuste regulatorio se enfocó en la generación de mayor información con relación a la negociación diaria, tanto en el mercado bursátil como en el OTC. Uno de los efectos más importantes es la obligación de registro

de operaciones realizadas en el mercado OTC por cada una de las partes intervinientes, lo cual ha contribuido a la transparencia del mercado y a una mayor confiabilidad en la información para la formación de precios.

Ajuste de los esquemas de supervisión

La evolución de los mercados financieros ha derivado en cambios tales como la mayor complejidad de los riesgos que están asumiendo las compañías en un marco de mayor competencia y el aumento en la velocidad de las innovaciones financieras. Esta dinámica de cambio permanente en el sector financiero exige que la labor del supervisor se ajuste al comportamiento y desarrollos del mercado.

Tradicionalmente, las diversas jurisdicciones habían desempeñado su labor de vigilancia prudencial mediante una supervisión basada en el cumplimiento estricto de las reglas establecidas. Sin embargo, recientemente la supervisión ha evolucionado a nivel internacional para sustentarse en los riesgos que enfrentan las entidades y el sistema como un todo.

Un monitoreo de este estilo requiere que los supervisores evalúen la forma como las entidades identifican y controlan los riesgos a los que se exponen, que la autoridad - en este caso, la SFC -, determine los riesgos para el sistema y para la firma individualmente considerada y que responda con sus procesos e intervenciones en línea con la evaluación hecha. A su vez, esta estructura permite al supervisor asignar recursos a las entidades con el mayor riesgo y concentrarse en las áreas particulares que así lo requieran.

La Superintendencia Financiera, como parte de su mandato legal consagrado en el Decreto 2555 de 2010 y en pro del adecuado desarrollo del mercado de capitales, ha construido un Marco Integral de Supervisión (MIS) con el objetivo de adaptarse eficientemente a los cambios permanentes del entorno financiero y tener una amplia comprensión de la dinámica de los

Gráfico 4. Determinación del interés supervisor



Gráfico 5. Sistema de Medición y Evaluación de Riesgos



riesgos a los que, por su naturaleza, enfrenta la actividad financiera.

En el caso particular del MIS, que es el esquema en desarrollo e implementación para la supervisión en Colombia, se ha tomado como referencia el modelo canadiense de Supervisión Basada en Riesgos (RBS por sus siglas en inglés), que analiza la salud y solvencia de las entidades por medio del estudio de su perfil de riesgo, su condición financiera, sus procesos de gestión de riesgos y el cumplimiento de las leyes y regulaciones que le aplican. Las evaluaciones son previsivas (*forward-looking*) y con esto se busca enfocar la supervisión hacia medidas correctivas oportunas.

Modelo de supervisión colombiano

Como está concebido para el caso colombiano, la estrategia de supervisión concilia la necesidad de vigilar individualmente a las entidades con la asignación eficiente de recursos según el impacto potencial de cada una en el sistema financiero, como se observa en el Gráfico 4.


Para establecer la mencionada asignación del recurso supervisor, se tienen en cuenta los siguientes pasos:

- Identificación de las actividades significativas de las entidades sobre las cuales se medirán los riesgos.
- Determinación del riesgo intrínseco a cada actividad (crédito, mercado, liquidez, operacional, lavado de activos y seguros).
- Evaluación de los controles que la entidad implementa para mitigar el impacto de los riesgos sobre el negocio.
- Cuantificación del riesgo neto mediante la valoración de la efectividad de los controles implementados.
- Análisis de la rentabilidad y el capital de la entidad, con el fin de conocer los recursos con los que cuenta para enfrentar pérdidas esperadas y no esperadas.
- Determinación de los efectos sistémicos de la entidad y el conocimiento del supervisor sobre la operación de la misma, la capacidad de toma

de decisiones, el marco regulatorio y los recursos humanos, físicos y tecnológicos, entre otros.

En el Gráfico 5 se presenta el desarrollo secuencial de dichas actividades.

Posteriormente, teniendo como base el proceso de medición y evaluación de riesgos, se establece el tipo de actividades específicas de supervisión que se aplicará a los entes vigilados, según el diagnóstico y los puntos en los que se hayan encontrado mayores debilidades relativas. Finalmente, se define el nivel de interés de supervisión, que corresponde a la prioridad para la realización de actividades y la toma de decisiones.

El resultado final de este esquema es una única matriz de riesgo para cada entidad y conglomerado financiero, que comprende todos los aspectos y riesgos analizados y evaluados. De igual forma, de este proceso se deriva también un informe de diagnóstico integral del ente vigilado, en el que se detallan todas las cuestiones relevantes para la evaluación y se sustentan y explican los motivos existentes que han llevado a emitir las correspondientes calificaciones de la matriz de riesgos. 

Privatizaciones, infraestructura y mercado de capitales

Sergio Clavijo, Alejandro Vera y Alejandro González *

El progreso económico descansa sobre las oportunidades de generación de riqueza y sobre la capacidad que tengan los ciudadanos de aprovecharlas. En este sentido, la infraestructura combina ambos objetivos: provee bienes que impulsan directamente el crecimiento económico y permite una mejor distribución de la riqueza.

En general, la infraestructura es más fácil de reconocer que de definir. Por ello, la mayoría de autores (CAF, 2010; Lozano, 1996) la han explicado a través de las particularidades que comparten los distintos proyectos. Los activos de infraestructura presentan características especiales: 1) su gestación suele tomar largos períodos, cubriendo desde la idea primigenia hasta su construcción final; 2) la estructuración de los proyectos requiere cuantioso capital antes de poderse iniciar su ejecución; 3) el objeto del proyecto suele tener características de provisión de un bien público, con lo cual deben definirse sus condiciones de acceso; y 5) se trata de activos inamovibles, usualmente indivisibles, y con altos requerimientos de mantenimiento. Estas características son constatables en los proyectos de energía, telecomunicaciones, transporte, y aguas y saneamiento básico.

Diversos estudios han establecido una relación estrecha entre el aumento de la productividad y el desarrollo de la infraestructura. Por ejemplo, Calderón y Servén (2004, 2010) han encontrado que las brechas en productividad entre Asia y América Latina se explican, en buena medida, por la relativa abundancia de buena infraestructura en Asia y su carencia en América Latina. De forma similar, la OECD (Balmaseda, *et al.* 2010) ha señalado que América Latina arroja una carencia relativa de infraestructura cercana al 28% respecto de lo que cabría esperar para su desarrollo socioeconómico y PIB per cápita.

El financiamiento de los proyectos de infraestructura continúa siendo objeto de debate académico. Durante décadas, el costo y peso administrativo de la construcción, la operación y el mantenimiento de las obras de infraestructura recayó directamente sobre el Estado. Sin embargo, durante los años setenta y ochenta muchos países desarrollados fueron migrando estas responsabilidades hacia el sector privado. Esto constituyó la cuna histórica de las hoy llamadas Asociaciones Público-Privadas (APPs).

Este documento provee un análisis de este proceso en Colombia y dimensiona sus alcances de cara al período

* Director, subdirector e investigador de Anif, respectivamente. Corresponde a una versión resumida del estudio realizado conjuntamente por Anif y Correval bajo este mismo título. Se recibieron valiosos comentarios por parte de Daniel Velandia, Germán Verdugo y Juan Manuel Garcés. Email: avera@anif.com.co

2011-2014. El éxito de los proyectos descansa sobre su buena estructuración técnica y sobre su acceso al mercado de capitales. Este último se ha venido modernizando y actualmente Colombia cuenta no sólo con los vehículos tradicionales de emisión de acciones y bonos corporativos, sino también con los dineros provenientes de los inversionistas institucionales y de toda una gama de recursos de capital de riesgo.

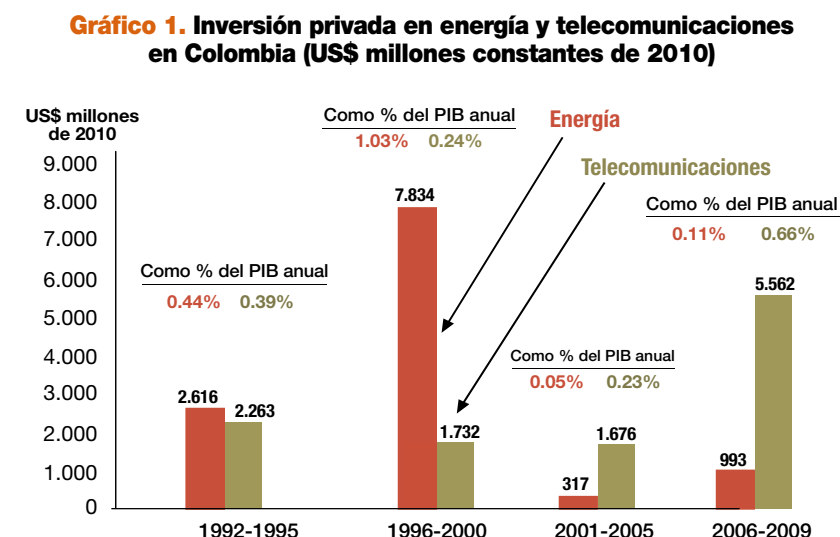
La participación privada en infraestructura en Colombia

La participación privada en infraestructura en Colombia ha variado según sus ciclos sectoriales, con auge en su componente de energía durante 1996-2000 (alcanzando un 1% del PIB por año) y en telecomunicaciones durante 2005-2009 (0.6% del PIB por año), ver gráficos 1 y 2. La mayoría de estas inversiones se enmarca dentro de los esquemas de APPs antes comentados.

Energía y electricidad

Durante la década del noventa, Colombia experimentó una grave crisis energética por falta de diversificación en sus fuentes. El grave racionamiento de energía de 1992 forzó al gobierno a tomar medidas de emergencia. Las leyes 142 y 143 de 1994 fomentaron la participación privada en energía, buscando su diversificación y expansión. El resultado fue la creación de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), la Unidad de Planeación Minero-Energética (UPME) y la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios (SSPD).

La preservación de la institucionalidad eléctrica continúa en el presente sirviendo de base para la expansión de la oferta de energía en el país. En la actualidad, el mercado competitivo y el esquema de precios definido en la regulación han logrado adecuadamente su objetivo de promo-



Fuente: cálculos Anif con base en PPI del Banco Mundial.

ver la inversión privada, expandir el servicio y asegurar la confiabilidad de la electricidad.

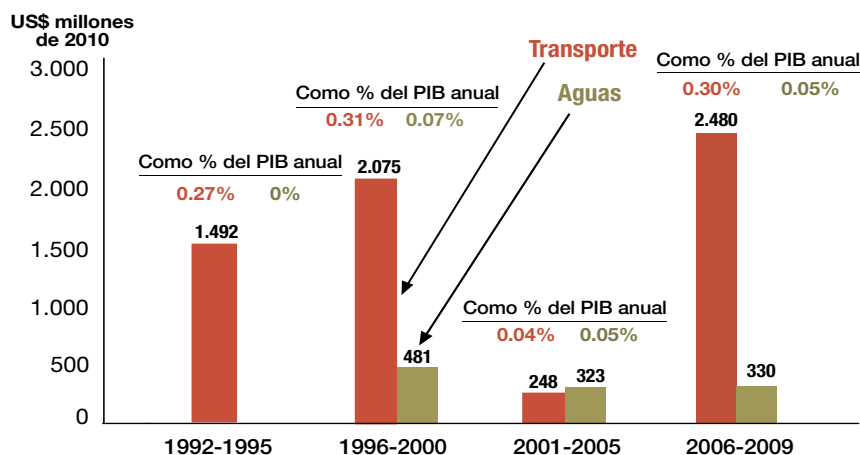
Telecomunicaciones

La prestación de servicios de larga distancia nacional e internacional en Colombia fue un monopolio en cabeza de Telecom durante varias décadas. Sin embargo, la Ley 142 de 1994 definió los criterios de regulación de los servicios públicos, entre ellos, los de las telecomunicaciones.

El Gobierno Nacional procedió a liquidar Telecom en 2003: la antigua empresa se “marchitó” para dar vida a una nueva empresa, donde se preservó su objeto social. En abril de 2006, se transfirieron sus activos a Colombia Telecomunicaciones (Coltel) y el Estado vendió el 50% más una acción de su participación en esa empresa a Telefónica de España (ver cuadro 1).

Por otro lado, el Concejo de Bogotá autorizó la venta de ETB en 1997, pero pudo más la presión polí-

Gráfico 2. Inversión privada en transporte y aguas en Colombia (US\$ millones constantes de 2010)



Fuente: cálculos Anif con base en PPI del Banco Mundial.

Cuadro 1. Reforma del sector de telecomunicaciones

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Resultado	Valor (\$ billones)	Como % del PIB
Telecom		*	—————→				✓	0.99	0.20%
ETB							?	0.33	0.07%
TOTAL								1.32	0.27%

Acciones tomadas: * Vender ● Democratizar ◆ Escindir

Fuente: elaboración Anif.

tica y ésta simplemente se ha venido reestructurando. En 2003, la ETB se capitalizó en \$329.000 millones. Si bien se buscó un socio estratégico en 2010, el proceso fracasó debido a la presión política, lo cual pone en riesgo la estabilidad futura de la empresa de cara a la competencia.

Aguas y saneamiento básico

En Colombia, el desarrollo de este sector depende de las entidades territoriales, bajo el marco de descentralización impuesto por la Constitución de 1991, lo cual ha llevado a una exagerada politización en el manejo del sector. La creación de la Comisión de Regulación de Agua Potable y Saneamiento Básico (CRA) ha constituido un hito importante a la hora de construir un marco regulatorio idóneo para la gestión del agua y los servicios de saneamiento.

En la costa Atlántica, a principios de los años noventa, las empresas fueron víctimas de la captura política y el desgüeño. Esta situación llevó a la liquidación de las empresas municipales de servicios públicos de Barranquilla y Cartagena en 1992 y 1994. En Barranquilla se creó la Sociedad de Acueducto, Alcantarillado y Aseo de Barranquilla (Triple A), que arrastró todos los problemas de su antecesora hasta su venta en 1996 a la española Canal de Isabel Segunda. De allí en adelante se logró una mejora ostensible en cobertura, disminución de pérdidas y eficiencia financiera y administrativa.

En Cartagena, la baja cobertura y la captura política generaron una grave situación en materia ambiental y de salubridad pública. La necesidad de grandes obras de infraestructura para mejorar la provisión de los servicios obligó al municipio de Cartagena a crear una nueva empresa que fue capitalizada con recursos públicos y de la española Aguas de Barcelona.

Ferrocarriles

La idea de separar los corredores férreos (gestionados por el Estado) de los operadores (en manos privadas) ha probado ser caótica por más de una década. Ferrovías entró en liquidación en 2003, dejando un gran pasivo pensional. En cambio, el sector privado ha demostrado con creces que puede poner a funcionar los trenes de carga eficientemente, vincularlos a sus puertos, y hacer todo ello de forma ágil, inclusive luchando contra el asedio de la guerrilla.

Cabe recordar que el Estado había concesionado dos corredores férreos en 1998-1999. El primero, la Red Férrea del Pacífico, y el segundo, la Red Férrea del Atlántico. El compromiso de las concesiones era rehabilitar, mantener, operar y explotar, entre todos, más de 1.800 km de líneas férreas. El Instituto Nacional de Concesiones (Inco) pasó a administrar estas concesiones a partir de 2003 y, teniendo en cuenta las necesidades de transporte de carbón en los departamentos del Caribe, el

concesionario de la Red del Atlántico, Fenoco, devolvió todos los tramos al sur de Chiriguaná (Cesar) a cambio de construir una segunda trocha entre esa población y Santa Marta. En este momento sigue pendiente la concesión del resto de los tramos debido a problemas de corrupción y al manejo de los subsidios del proyecto.

Puertos

La Ley 1 de 1991 establece el marco normativo del funcionamiento de los puertos marítimos en Colombia. Conforme a esto, la Nación inició la liquidación de la empresa Puertos de Colombia (Colpuertos) a un enorme costo fiscal debido a su pasivo pensional y a la corrupción. Así, la iniciativa en la construcción y promoción de los puertos marítimos recayó sobre el sector privado. Las principales sociedades portuarias son entonces gestionadas por empresas privadas.

Carreteras

El rezago en infraestructura de transporte continúa siendo uno de los grandes lastres de Colombia, a pesar del desarrollo del esquema de concesiones con base en la Ley 80 de 1993. Durante la primera generación de concesiones, el Gobierno asumió buena parte de los riesgos a través de un esquema de garantía de ingreso mínimo. Dichas concesiones lucían financiadas a través del tránsito automotor, pues se ubi-

caban en los alrededores de Bogotá y Medellín. La segunda generación de concesiones buscó solucionar los problemas detectados en la primera, corrigiendo la asignación de riesgos y entregando estudios mucho más detallados. De hecho, se cambió el esquema de garantías de ingreso mínimo por plazo de obtención del valor esperado.

Sin embargo, el ambicioso proyecto El Vino-San Alberto fue un gran desastre. Ello llevó a una tercera generación de concesiones que corregía parcialmente los errores de la anterior, principalmente respecto a las variables de adjudicación. Adicionalmente, se introdujo el concepto de “gradualidad” en las concesiones, en la medida en que las obras serían dinámicas de acuerdo con la evolución de los parámetros de servicio y operación.

El otro gran lunar del sector de infraestructura vial en Colombia radica en su pobre arreglo institucional. El Instituto Nacional de Concesiones (Inco) ha tenido ya doce gerentes en tan sólo seis años de existencia y su ente rector (Ministerio de Transporte) se caracterizó por una pésima gerencia durante Uribe I-II.

Diagnóstico de la infraestructura en Colombia

Las reformas que ha emprendido Colombia a lo largo de las últimas dos décadas le han permitido establecer una importante historia de inversión privada en infraestructura, lo cual sitúa al país en un buen lugar para atraer inversiones en el futuro. Esto es clave, más aun cuando persisten brechas muy pronunciadas y se requieren ingentes recursos para continuar desarrollando todos los sectores. De hecho, según un estudio reciente del Foro Económico Mundial (2007), Colombia es el tercer país de América Latina con mayores necesidades de infraestructura, sólo por debajo de Bolivia y Perú.

En general, Colombia tiene unos indicadores relativamente positivos en infraestructura energética, en donde se estima que el 81% de la población disfruta de electricidad. Uno de los factores en los que Colombia está adelantada, pero todavía queda espacio para mejorar, es en telefonía: mientras que en los países con un nivel similar de desarrollo hay alrededor de un 80% de suscriptores a este tipo de servicio, en Colombia

ese número asciende apenas al 65%.

Ahora bien, la percepción de la infraestructura en Colombia es muy mala y buena parte de este fenómeno se debe al estado de la red vial. El Foro Económico Mundial (2007) califica la red nacional de transporte con un 5.3 (ver cuadro 2). El mismo estudio del Foro Económico Mundial destaca que, al compararla con las de otros ocho países de América Latina, la calidad de las carreteras del país se sitúa en el quinto puesto.

Entre tanto, el Foro Económico Mundial señaló que la calidad de nuestros puertos sigue siendo inferior a la del promedio suramericano, requiriendo inversiones significativas, sobre todo en la ampliación de los canales de acceso. Ya se ha avanzado en este sentido, pero sigue pendiente la profundización de Buenaventura para manejar embarcaciones tipo *post-Panamax* y el mejoramiento de las vías de acceso.

Del lado de la infraestructura aeroportuaria, la participación privada ha permitido que Colombia esté en el segundo puesto de la región, según el Foro Económico Mundial. En la actualidad hay 18 aeropuertos concesionados bajo 7 contratos.

Cuadro 2. Diagnóstico sobre la calidad de la infraestructura en América Latina

Total		Ranking		
Ranking	Percepción sobre calidad de la infraestructura (máx = 07; mín = 1)	Vías	Puertos	Aeropuertos
1 Chile	5.1	1	1	2
2 Uruguay	3.8	3	2	11
3 México	3.6	4	11	10
4 Argentina	3.4	7	6	9
5 Brasil	2.9	11	9	6
6 Colombia	2.8	9	8	4
7 Perú	2.6	8	3	3
8 Venezuela	2.5	10	10	8
9 Bolivia	2.1	12	12	12

Fuente: WEF (2007).

Perspectivas bajo la administración Santos (2011-2014)

El Plan Nacional de Desarrollo de la administración Santos (PND) se enfoca en: i) exigir mejores estudios de preinversión (asignación eficiente de riesgos); ii) gestión contractual orientada hacia resultados; iii) diseño de una política de transporte regida por principios de mercado, y iv) fortalecimiento jurídico para mejorar la defensa del Estado.

A nivel institucional, se está planteando transformar el Instituto Nacional de Concesiones (Inco) en una “agencia” de infraestructura dedicada exclusivamente a estructurar y promover proyectos. También se requiere promulgar una Ley de Concesiones que rijan el marco regulatorio, diferenciando estas actividades de la adquisición de bienes y servicios (como sucede hoy en día con la Ley 1150 de 2007).

Instrumentos de participación privada en infraestructura

Los montos de inversión, los costos hundidos y el mismo ciclo del proyecto determinan un alto grado de apalancamiento y una lenta recuperación de la inversión en los activos de infraestructura. El financiamiento de proyectos de infraestructura necesita: i) un marco institucional sólido para que los inversionistas institucionales tengan la capacidad legal de adquirir títulos idóneos; ii) un ambiente macroeconómico estable, con inflación controlada, y iii) un mercado de capitales adecuado para fijar tasas de interés acorde con las primas de riesgo del proyecto y del país (Sheppard, 2003).

Las asociaciones público-privadas (APPs) son un tipo de alianza entre la empresa privada y el Estado, en el que la primera realiza la inversión y gestiona u opera los servicios de infraestructura que tradicionalmente

han estado bajo la tutela del segundo. Existen varias ventajas de las APPs (CAF, 2010). En primer lugar, el sector privado puede suplir la falta de inversión pública. En segundo lugar, como la inversión y la operación de los proyectos de infraestructura pasan a manos privadas, la eficiencia de los proyectos debería aumentar. En tercer lugar, las APPs disuaden la ejecución de los llamados “elefantes blancos”, proyectos con beneficio social negativo (donde el costo social es mayor que el beneficio social).

Ello requiere hacer una adecuada repartición de los riesgos del proyecto. Hay dos principios fundamentales para la gestión del riesgo (Laffont y Tirole, 1993; Dewatripont y Legros, 2005). En primer lugar, la parte que tiene más control sobre el riesgo debe asumirlo. En segundo lugar, el riesgo se le debe asignar a quien le tiene menos aversión, esto es, a quien sufra menos la falta de certidumbre. En general, aquellos riesgos que pueden ser asegurados deben quedar en cabeza del sector privado, mientras que los costos de los no asegurables deben ser asumidos por la sociedad en su conjunto.

Project finance

Project finance es un mecanismo de financiación de proyectos de infraestructura que involucra a un patrocinador corporativo que invierte y es dueño de un activo industrial de único propósito (usualmente de vida limitada) a través de un vehículo independiente financiado con deuda no recursiva. En este sentido, vale la pena destacar que la deuda no recursiva es aquella en la que el prestamista sólo es responsable del crédito hasta por el valor del colateral. De este modo, la deuda puede ser estructurada sin recurso a los inversionistas del proyecto, que son conocidos como los *patrocinadores*.

Esta forma organizacional distingue al *project finance* de otras estructuras en al menos dos características: por un lado,

el vehículo es legalmente independiente de los patrocinadores, con lo que los activos y los pasivos del proyecto no aparecen en sus libros de contabilidad. Por otro lado, hay garantía de que los proveedores de deuda pueden recurrir a los activos y los flujos de caja del proyecto sin preocuparse por la salud financiera de los promotores.

Sin embargo, el establecimiento de una nueva compañía dedicada a la administración de un único activo involucra costos de estructuración y un incremento en el costo de la deuda. Para mitigar esto, los activos tienen unas características organizacionales, financieras y contractuales muy estrictas, generando un esquema efectivo de gobierno corporativo que mitiga las asimetrías de información. Ello deriva en estructuras de capital altamente apalancadas, en donde el proyecto promedio tiene un nivel de endeudamiento del 70% frente al 20%-30% de las compañías listadas en Bolsa.

Esty y Christov (2002) estiman que el *project finance* promedio tiene una vida de 20 años (con más del 20% de los proyectos con vida superior a los 25 años) y un período de construcción de dos años, lo cual los fuerza a tener una administración activa del proyecto y garantizar una calificación de riesgo adecuada.

La estructura típica de un *project finance* requiere un esquema de financiación muy sólido que permita la entrada de inversionistas de largo plazo con aversión moderada o baja al riesgo. A continuación analizaremos cuáles son las alternativas de financiación de los *project finance* más comunes.

Instrumentos para la financiación de infraestructura

Monoliners. Los activos de infraestructura y los ahorros pensionales comparten un horizonte de inversión largo, lo que les permite un calce in-

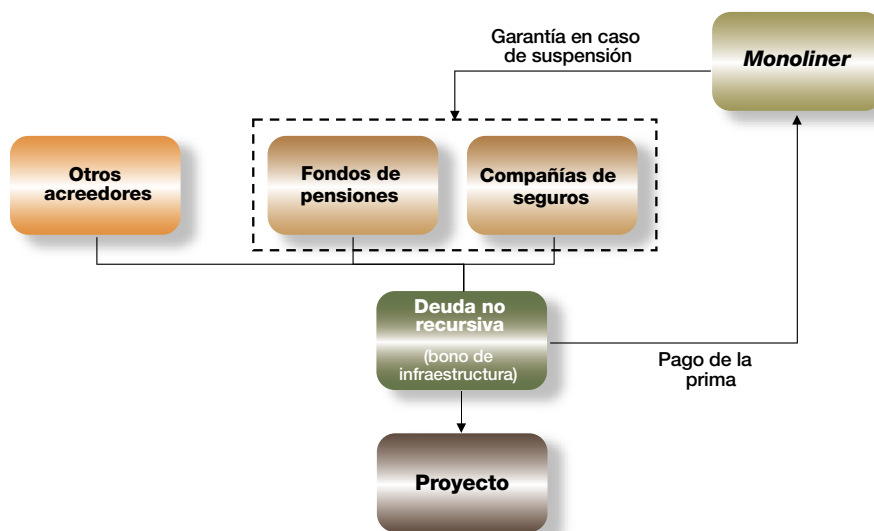
interesante en términos de maduración. Sin embargo, los fondos de pensiones (FPs) están limitados por ley a invertir en activos que cumplan una serie de características de las que generalmente carecen los *project finance*, en particular, calificación, liquidez, normas de valoración, seguridad y medición de desempeño (Hormazábal, 2010).

En un *project finance* el riesgo de inversión es igual al riesgo del proyecto debido a que el respaldo del instrumento proviene de los flujos futuros, mientras que en una empresa constituida proviene de sus activos. Ello quiere decir que los FPs no pueden tomar posición en proyectos que están comenzando, a menos que se tienda un puente que permita a los proyectos cumplir con la regulación pensional.

Por ello se creó en Chile el Bono de Infraestructura en 1998 y en cuya elaboración se establecieron como respaldo los flujos futuros de las concesiones de transporte (incluidos los ingresos por peajes y otros ingresos operacionales). Este bono se puede emitir tanto en la etapa operativa como en la preoperativa del proyecto, no tiene posibilidad de repago (principalmente para que calzara con la normatividad de las compañías de seguros), tiene un valor nominal suficientemente alto y un plazo de vencimiento muy largo.

Sin embargo, los FPs exigen que se le otorgue una calificación al bono para poder realizar la inversión, lo cual es especialmente difícil para los proyectos en etapa preoperativa. El Estado chileno otorgó una garantía para los tenedores de bonos de infraestructura conocida como la “prenda especial de concesión de obras públicas”, que recae sobre el derecho de concesión de la obra pública, convirtiendo efectivamente el Bono de Infraestructura en una deuda no recursiva. Generalmente, estos bonos están garantizados en un 100% por pólizas de seguro de compañías internacionales que, cuando se dedican exclusivamente a este negocio, se llaman *monoliner*s

Gráfico 3. Financiación de un proyecto respaldada por un *monoliner*



Fuente: elaboración Anif.

(ver gráfico 3). Esta garantía, irrevocable e incondicional, garantiza el pago completo del principal y de los intereses establecido en el prospecto de emisión. El pago de la prima lo hace quien emite el bono y el resultado de la operación es el aumento de la calificación crediticia del instrumento, con lo que los FPs pueden adquirirlo.

Apoyo de organizaciones multilaterales. Las entidades multilaterales utilizan su estatus privilegiado como prestamistas y garantes para facilitar la financiación de proyectos en las economías emergentes. Uno de los instrumentos más interesantes corresponde a las *garantías parciales de riesgo*, las cuales cubren a los prestamistas y a los inversionistas de que los gobiernos dejen de cumplir sus obligaciones contractuales. Este mecanismo cubre la totalidad del nominal y los intereses en caso de no convertibilidad, fuerza mayor política (por ejemplo, expropiación), riesgos regulatorios, arbitrajes adversos y desempeño negativo de las contrapartes públicas.

Adicionalmente, las organizaciones multilaterales también complementan a las compañías de seguros para

asegurar los proyectos. Al compartir los riesgos, las aseguradoras aprovechan la prelación de las multilaterales y su relación con los gobiernos (CAF, 2010). Ello se refuerza aún más dado que estas organizaciones pueden ofrecer garantías no soberanas, de modo que pueden respaldar a las APPs fomentadas por entidades territoriales subnacionales.

Por último, las organizaciones multilaterales hacen préstamos directos para el desarrollo de proyectos de infraestructura. Esto no sólo permite completar la financiación de los proyectos, sino que asegura a otros inversionistas, limitando los riesgos y contribuyendo a crear las condiciones para que las APPs sean exitosas. Ello es particularmente importante en proyectos internacionales o que tienen grandes externalidades transfronterizas, lo cual requiere interrelacionar diferentes esquemas de APPs y simplificar procedimientos de cara al inversionista.

Créditos con bancos. Los proyectos de infraestructura también pueden acudir a financiamiento a través del sistema bancario. Se requiere de la sindicación de bancos para lograr

préstamos suficientemente grandes, de tal forma que se cubran al menos en parte las necesidades de deuda del proyecto. Ello reduce la exposición individual de la entidad financiera a los riesgos del proyecto y, por extensión, del mercado. Sin embargo, la maduración es relativamente corta: Esty y Christov, tras realizar una muestra de proyectos alrededor del mundo, determinaron que el 60% de los créditos bancarios para *project finance* tiene un horizonte inferior a diez años, mientras que los pasivos adquiridos en el mercado de capitales tienen una maduración de 13.3 años.

Titularización del flujo de caja.

Para asegurar a los tenedores de la deuda el repago de la deuda en los términos requeridos, el proyecto crea una cuenta aparte donde se recogen los recursos captados. Esta cuenta está bajo un encargo fiduciario en el cual se entregan los pagos de intereses y las amortizaciones de la deuda.

Esta cuenta especial puede ser estructurada como un vehículo de inversión que puede emitir sus propios títulos. En otras palabras, a través del vehículo especial de inversión se titulariza el flujo de caja del proyecto, creando instrumentos de inversión respaldados

por activos (*Asset Backed Securities - ABS*). Los recursos captados a través de la venta del ABS se entregan al dueño del vehículo, en este caso el proyecto de infraestructura (ver gráfico 4).

Para articular este tipo de mecanismos se requiere una estructura organizacional sólida que garantice que los recursos se trasladarán debidamente hacia el vehículo de forma cumplida. Adicionalmente, es necesario obtener calificaciones de riesgo para que los inversionistas institucionales y otros compradores adquieran el bono. De allí que muchas de estas operaciones también estén respaldadas por *monoliners*.

Fondos de Capital Privado.

Un FCP en infraestructura es una cartera con un objetivo de inversión y una administración especializados en infraestructura. Ello implica una concentración en activos de muy largo plazo, enfocándose en la adquisición de compañías de infraestructura con un *track record* probado (*brownfields*) o en la promoción de nuevas inversiones (*project finance*), actuando como patrocinador, lo cual le da independencia legal frente al proyecto. Este tipo de instrumentos es muy útil principalmente para agentes que quieren invertir a largo plazo, pero no desean estar en el

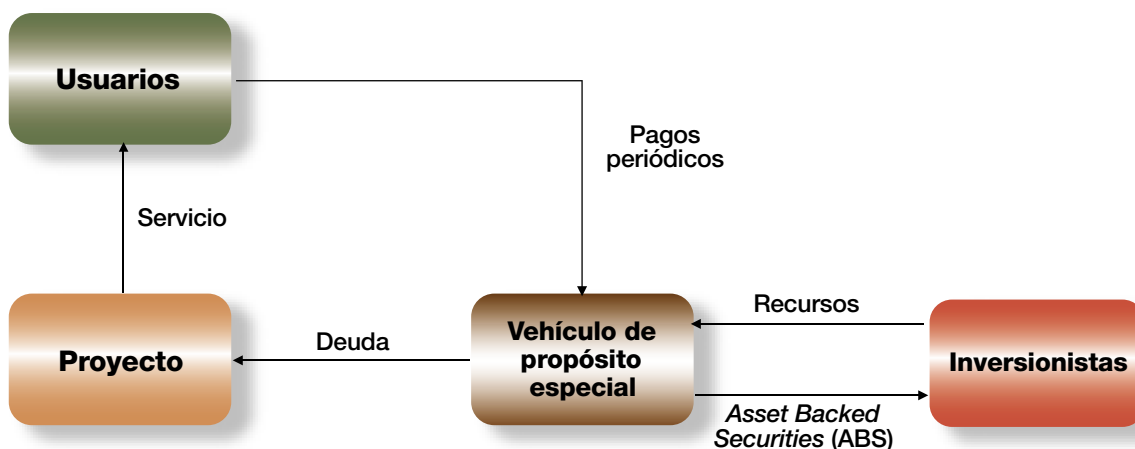
día a día de la administración de una compañía o un proyecto.

Una de las bondades de estos vehículos de inversión es que constituyen otra alternativa que les permite a los FPs participar indirectamente en proyectos de infraestructura. Gracias a la inclusión de los *multifondos* en la reciente reforma financiera (Ley 1328 de 2009), la inversión de los FPs en activos de largo plazo debería acentuarse. Así se logrará un mejor calce entre los ahorros de largo plazo y los proyectos de infraestructura, que en general tienen períodos largos de inversión (2-5 años) y de maduración (15-30 años).

Conclusiones

El rezago en infraestructura le ha quitado a Colombia la posibilidad de crecer a tasas sostenidas superiores al 5% anual, lo cual ahora se ve ratificado con el crecimiento del 4% anual para el año 2010, cuando nuestros pares en la región (Perú, Brasil y Chile) crecen al 6%-9% anual. De hecho, para alcanzar el nivel de Corea del Sur, el país debe estar dispuesto a invertir el 200% de su PIB en las próximas décadas, especialmente en carreteras pavimentadas (118% del PIB) y energía (64% del PIB).

Gráfico 4. Financiación de un proyecto a través de la titularización de su flujo de caja




Fuente: elaboración Anif.

Buena parte de las deficiencias de Colombia en el desarrollo de infraestructura se centra en dos grandes puntos. De un lado, hay una deficiente estructuración de los proyectos, lo cual fuerza la renegociación y la inestabilidad en los términos contractuales. De otra parte, la falta de profundidad de los mercados financieros locales y el alto nivel de endeudamiento público elevan los riesgos de financiamiento de proyectos de largo plazo.

Así, hemos visto que existen serias deficiencias en infraestructura,

principalmente en transporte, las cuales deben ser subsanadas si Colombia quiere llegar a crecer a tasas superiores al 5%-6% anual de forma sostenida. El Plan Nacional de Desarrollo de la administración Santos (PND) se enfoca precisamente en ello a través de: i) exigir mejores estudios de preinversión (asignación eficiente de riesgos); ii) gestión contractual orientada hacia resultados; iii) diseño de una política de transporte regida por principios de mercado, y iv) fortalecimiento jurídico para mejorar la defensa del Estado.

Asimismo, vale la pena seguir aprovechando las características organizacionales del *project finance* para el desarrollo de nuevas inversiones en infraestructura. Las emisiones de bonos corporativos, el crédito bancario y las titularizaciones de flujos de caja pueden ser apoyadas por distintas instituciones creando esquemas de financiación que abaratan el costo de capital de estos *project finance*. Los *monoliners*, la financiación a través de entidades multilaterales y los fondos de capital privado surgen como soporte para este tipo de estructuras. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2009), "El mercado de energía en Colombia: coberturas y largo plazo", Comentario económico del día 24 de junio.
- Anif (2010a), "El mercado de derivados de electricidad en Colombia", Comentario económico del día 20 de octubre.
- Anif (2010b), "Infraestructura e instituciones: éxito de la ANH y fracaso del Inco", Comentario económico del día 15 de diciembre.
- Baeza M. y Vassallo J.M. (2008), *Renegociaciones de los contratos de concesión de autopistas de peaje en España y su influencia sobre los incentivos en la licitación*, manuscrito.
- Bain R. y Polakovic L. (2005), *Traffic Forecasting Risk: Study Update 2005 Through Ramp-up and Beyond*, Londres: Standard & Poor's.
- Balmaseda M., Daude C., Melguizo A. y Taft L. (2010), "Patrones de inversión en infraestructuras: un análisis empírico centrado en América Latina", presentación en seminario Financiando Infraestructuras en América Latina, Bogotá, mayo de 2010.
- Brunehr R. y Langhorn H. (1995), "Project Financing: An Economic Overview". *Darden School Case # 295-026-6*, University of Virginia.
- Calderón C. y Servén L. (2004), "The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution", en *Documentos de política económica*, No. 270, Banco Central de Chile, Santiago.
- Calderón C. y Servén L. (2010), "Infrastructure in Latin America", en *Policy Research Working Paper*, No. 5317, mayo.
- CAF (2010), "El sector privado como socio: riesgo compartido y eficiencia", en *Caminos para el futuro. Gestión de la infraestructura en América Latina*, págs. 189-207.
- Cárdenas M., Gaviria A. y M. Meléndez (2005), *La infraestructura de transporte en Colombia*, Fedesarrollo, agosto.
- Conpes 3145 (2001), "Lineamientos de política para Telecom".
- Conpes 3184 (2002), "Seguimiento a las acciones definidas en el Documento Conpes 3145 – Lineamientos de política para Telecom."
- Dewatripont M. y Legros P. (2005), "Public Private Partnerships: Contract Design and Risk Transfer", *EIB Papers*, 10 (1).
- Esty B. y Christov I. (2002), "An Overview of Project Finance – 2001 Update", Harvard Business School, Case No. 9-202-105, abril.
- Fay M. y Morrison M. (2007), "Infraestructura en América Latina y el Caribe: acontecimientos recientes y desafíos principales", en *Direcciones para el desarrollo*, Banco Mundial.
- Foro Económico Mundial (2007), *Benchmarking National Attractiveness for Private Investment in Latin American Infrastructure*, Red de Competitividad Global.
- González M.A. (2010), "El sistema eléctrico en Colombia: pasado, presente y perspectivas", en *Carta Financiera*, No. 149, Asociación Nacional de Instituciones Financieras, Bogotá.
- Hormazábal S. (2010), "Los fondos de pensiones y la infraestructura en Chile", en *Balance y proyecciones de la experiencia en infraestructura de los fondos de pensiones en Latinoamérica*, BBVA, Madrid.
- Izquierdo R. y Vassallo J.M. (2008), *Infraestructura necesaria: los desafíos de hacerla posible en España y América (modelos y experiencias de financiamiento y gestión de infraestructuras en España y América)*, manuscrito.
- Laffont J.J. y Tirole J. (1993), *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, The MIT Press, Cambridge.
- Lozano F. (1996), *Privatizing Infrastructure: From Theory to Practice. The Colombian Toll Road Case*, tesis para optar al título de magister en ingeniería civil y ambiental en MIT.
- Mor N. y Sehrawat S. (2006), "Sources of Infrastructure Finance" in *Institute for Financial Management and Research, Centre for Development Finance, Working Paper Series*.
- Muñoz-Tamayo D. (2004), *Privatización en Colombia: marco jurídico para la transferencia de la propiedad estatal*, Departamento Nacional de Planeación.
- Pachón A. y Ramírez M.T. (2006), *La infraestructura de transporte en Colombia durante el siglo XX*, Banco de la República y Fondo de Cultura Económica.
- Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014 – PND (2011), *Prosperidad para todos: más empleo, menos pobreza y más seguridad*, en: www.dnp.gov.co
- Pulido I.D.Y. (2002), "Evolución del marco jurídico en el sector de las telecomunicaciones. Del monopolio a la competencia en telefonía básica conmutada de larga distancia. Nuevos retos regulatorios dentro de un entorno de convergencia tecnológica", *Monografía para optar al título de abogado*, Pontificia Universidad Javeriana.
- Robinson J. y Torvik R. (2005), "White Elephants", en *Journal of Public Economics*, No. 89.
- Sheppard R. (2003), "Capital Markets Financing for Developing-Country Infrastructure Projects", en *DESA Discussion Papers*, No. 28, United Nations, New York.
- Vassallo J.M. (2010), "Asignación de riesgos en concesiones y PPPs", presentación en seminario Financiando Infraestructuras en América Latina, Bogotá, mayo de 2010.



Clemente del Valle *

La hoja de ruta del mercado de capitales

Todos somos testigos del crecimiento económico que ha vivido el país en los últimos años. En el caso del mercado de capitales, el crecimiento ha sido notable, mas sólo en el ámbito de renta variable y muy poco en la parte de renta fija, específicamente deuda privada.

Dicho crecimiento desbalanceado hizo que se pensara tanto al interior del gobierno como del sector privado sobre la necesidad de estructurar una hoja de ruta para el mercado de capitales colombiano que permita la continuidad de las políticas de crecimiento para dicho mercado. A través de la hoja de ruta se busca construir una visión integral, de consenso y de largo plazo; integral pues se requiere que incluya todos los componentes que hacen parte de un mercado y visualizarlo como un conjunto de partes que deben ser coordinadas; de consenso, ya que este proceso involucra al gobierno, la industria y los usuarios del mercado que hacen parte de este proceso; y a largo plazo porque estas reformas necesitan de tiempo para tener un impacto tanto medible como visible. La coyuntura para desarrollar esta propuesta está dada para avanzar en su definición e implementación ya que tanto Co-

lombia como la región están viviendo un proceso de crecimiento; hay una dinámica regional impulsada por la industria; la administración actual está soportando el crecimiento futuro de la economía con base en el impulso de sectores clave (las locomotoras), existe una gran masa de ahorro institucional que necesita ser gestionada adecuadamente y el gobierno está comprometido con realizar una reforma de fondo.

Llevar a cabo esta hoja de ruta presenta obstáculos complejos y multisectoriales, los cuales abarcan temas desde problemas de capacidad institucional hasta restricciones regulatorias. Es clave priorizar, pero al mismo tiempo hay que monitorear los avances en el tiempo. Ejemplos exitosos como los de Malasia, Corea, México y Brasil, entre otros, nos ayudarán a entender la complejidad del mercado y sus reformas y cómo debemos actuar para impulsar su desarrollo.

El mercado de capitales colombiano presenta un problema principal, el cual radica en un desbalance creciente entre la oferta y la demanda. Por el lado de la oferta, nos encontramos con un mercado donde la emisión de instrumentos es reducida, concentrada en pocos emisores y pocos sectores, tales como la Banca y el sector energético. Sin embargo, el mercado cuenta con un gran potencial, pues sólo las grandes empresas de más alta calificación (AAA y AA+) han emitido y hay un gran universo de empresas de tamaño medio y mediano grande que podrían eventualmente hacer uso de este canal de financiación. Hay proyectos en sectores como el de infraestructura y el de vivienda donde las necesidades de financiación de largo plazo son enormes, y donde por lo tanto podrían surgir importantes emisores para el mercado de capitales. No obstante, este potencial universo de emisores se enfrenta a problemas de informalidad empresarial, a falta de adecuados

* Experto líder en Mercado de capitales del Banco Mundial.
Email: cdelvalle@worldbank.org

a la toma de riesgo, a una supervisión más efectiva y eficiente, donde el supervisor se enfoca en el control de los riesgos más altos del sistema y a supervisar el profesionalismo y la elevación de estándares, dándoles a la vez espacio de decisión y gestión a los administradores profesionales; tener restricciones muy rígidas a las actividades que se desarrollan en el mercado de capitales lo que ha hecho es frenar la entrada de nuevos agentes y la especialización e innovación por parte de los mismos.

Por todo lo anteriormente mencionado, la hoja de ruta debe contar con iniciativas concretas frente a los mecanismos de la oferta y la demanda. Por el lado de la oferta (ver gráfico Oferta), se está proponiendo crear un mercado para especialistas, o en otras palabras un régimen alternativo al de la oferta pública que se enfoque inicialmente en el segmento de renta fija, como los que existen en países como Brasil, India, Israel, Malasia y Tailandia, entre otros; un régimen donde los estándares de revelación se pactan privadamente entre las partes interesadas y no por el supervisor, y en el que gracias a su mayor velocidad y flexibilidad de implementación se adecúa mejor a cierto tipo de emisores que por su naturaleza de ser emisores de una sola vez (proyectos) o que por su tamaño o su propiedad accionaria de tipo familiar, no requieren ajustarse a los niveles de revelación que exige la oferta pública. Esta nueva avenida de acceso es consistente con el objetivo del regulador/supervisor de profesionalizar a los intermediarios de valores, dándoles más espacio para que realicen con más eficiencia la administración de valores o la gestión de los portafolios de inversión. Es también necesario que el gobierno desarrolle un programa interdisciplinario para fortalecer el ecosistema accionario del país, buscando en particular desarrollar productos y

canales en las fases tempranas de crecimiento de las empresas cuando es necesario más capital de riesgo y esquemas de intervención más activos por parte de los intermediarios (por ejemplo tutorías a las empresas en fase de crecimiento).

Otro aspecto importantísimo es el tema de educación financiera que deberá incluir, por ejemplo, tareas como capacitar a los posibles emisores acerca de los vehículos de financiación con el fin de aumentar la oferta en el mercado o programas de educación para los inversionistas sobre el riesgo crediticio y sobre la verdadera función de las calificaciones que permita tener un mercado más amplio con instrumentos calificados desde AAA hasta Bs; en este aspecto también se deberá involucrar a las calificadoras de riesgo para que sean parte activa de la solución.

Por otro lado, se debe buscar reformar el marco regulatorio en el campo de las carteras colectivas y de los fondos de inversión, de manera que se pueda lograr a la vez tanto eficiencias en la gestión de los portafolios como estándares elevados en el gobierno corporativo de las administradoras. Como parte de los cambios se requiere facilitar la tercerización de aquellas actividades con importantes economías de escala, como también facilitar la entrada de nuevos operadores dispuestos a traer nuevo valor agregado.

Igualmente se requiere elevar los estándares de profesionalismo de los administradores y de los gestores de los portafolios, y reducir al máximo la existencia de conflictos de interés que puedan afectar la confianza de los inversionistas, en particular en las carteras colectivas dirigidas al público en general. Como parte de esta revisión, es necesario evaluar la conveniencia de migrar hacia un marco de una licencia que se dedique exclusivamente a administrar carteras colectivas o fondos de capital privado (ver gráfico Demanda).

Las condiciones para realizar este cambio y superar los obstáculos están dadas. Sin embargo, se requiere de una visión clara de lo que se tiene que hacer y de la voluntad política para llevar a cabo las reformas necesarias y así alcanzar las metas que se proponen en la hoja de ruta.


El grupo Banco Mundial, a través de su programa ESMID-SECO, está comprometido con el gobierno y la industria en apoyar este esfuerzo. 

Gráfico 2. Hoja de ruta del mercado de capitales (por el lado de la demanda)





César Prado *

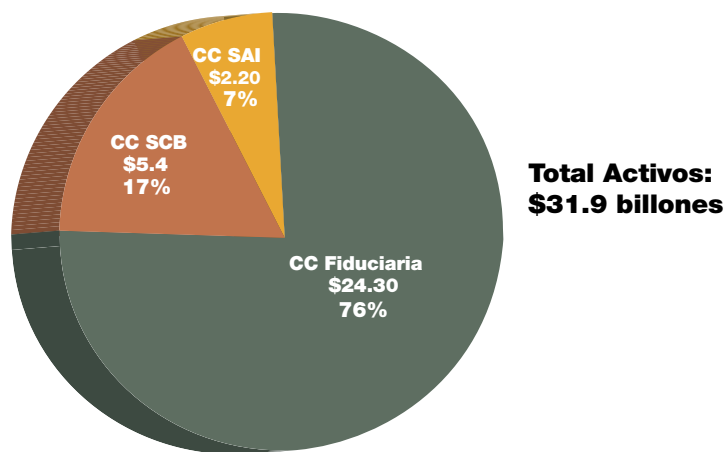
Reformas regulatorias para impulsar los fondos de inversión

El pasado 16 de marzo se llevó a cabo un muy interesante foro auspiciado por Anif, el Banco Mundial y la Bolsa de Valores de Colombia, sobre la profundización financiera y el mercado de capitales. Me correspondió actuar como moderador en el panel denominado “Reformas regulatorias para impulsar los fondos de inversión” y, por medio del presente artículo, pretendo efectuar una síntesis de la discusión que se llevó a cabo.

Son muchos los temas que ameritan una reflexión profunda sobre las reformas regulatorias que deberían realizarse para impulsar los fondos de inversión en Colombia, partiendo de reconocer que la industria en el país muestra un desarrollo relativo menor. En efecto, aunque los activos bajo administración en fondos de inversión han crecido de forma significativa en los últimos años (55% en 2009 y 21% en 2010), su nivel de penetración sigue siendo bajo, medido por cualquier indicador.

A marzo de 2011, los activos bajo administración en carteras colectivas ascendían a \$31.9 billones (US\$17.424 millones), como se observa en el Gráfico 1.

Gráfico 1. Distribución de fondos por tipo de administrador



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Estudios Económicos Fidubogotá.

Estos montos representan apenas el 6% del PIB del país (\$529 billones, US\$275.000 MM) y eso, sin tener en cuenta la distorsión que presentan las cifras, pues la información que se reporta a la Superintendencia Financiera sobre los valores de los portafolios administrados, en el caso de fiduciarias, no discriminan los montos que provienen de negocios

fiduciarios en los cuales el objeto principal no es la inversión en las carteras colectivas. Es bien conocido

* Presidente Fiduciaria Bogotá. Algunos de los planteamientos recogidos fueron aportes de los participantes en el panel sobre fondos de inversión: Alex Silberwasser, Mark St. Giles y Euribson Sá. E-mail: cprado@fidubogota.com

en la industria que tales montos son significativos y en muchos casos superan el 50% del total de los respectivos fondos. Adicionalmente, en las cifras reportadas también hay montos importantes que corresponden a fondos de capital privado, que seguramente van a ir tomando una participación mayor en las cifras. Todo lo cual hace necesaria una adecuada depuración de la información para poder efectuar análisis adecuados.

Asimismo, el número de fondos existentes en el país y clientes vinculados a los mismos también resulta bajo.

Los datos anteriores contrastan con el nivel de desarrollo y penetración de la industria de fondos existente en otros países de la región, como se observa en el gráfico 2.

De otro lado, Colombia muestra una alta concentración en fondos de renta fija de corto plazo y bajo riesgo de crédito y mercado, con poca diversificación de activos y una alta participación en depósitos bancarios de ahorro y a término.

Son diversas las causas que explican esta situación, como la baja cultura de inversión existente en el país, la falta de especialización de los participantes del mercado, la poca profundidad y liquidez de muchos instrumentos, o el tratamiento tributario de los fondos. En efecto, son muchos los aspectos que requieren una revisión por parte de las autoridades y la propia industria, algunos de los cuales, de hecho, se han debatido por años en Colombia.

El presente artículo plantea algunos interrogantes respecto de los siguientes temas: a) multiplicidad de licencias para administrar carteras colectivas, b) falta de especialización en cada uno de los componentes de la cadena de valor, c) simplificación del proceso de licenciamiento, d) requerimientos patrimoniales, e)

Cuadro 1. Número de fondos y clientes

Administrador	Nº Fondos	Nº Clientes
CC Fid	105	837.414
SCB y SAI	125	131.156
Total	230	968.570

Fuentes: Fiafin y Superintendencia Financiera. Datos a diciembre de 2010. Cálculos: Estudios Económicos FiduBogotá.

valoración, f) tratamiento tributario y g) mecanismos de acceso a liquidez.

Multiplicidad de licencias para administrar carteras colectivas

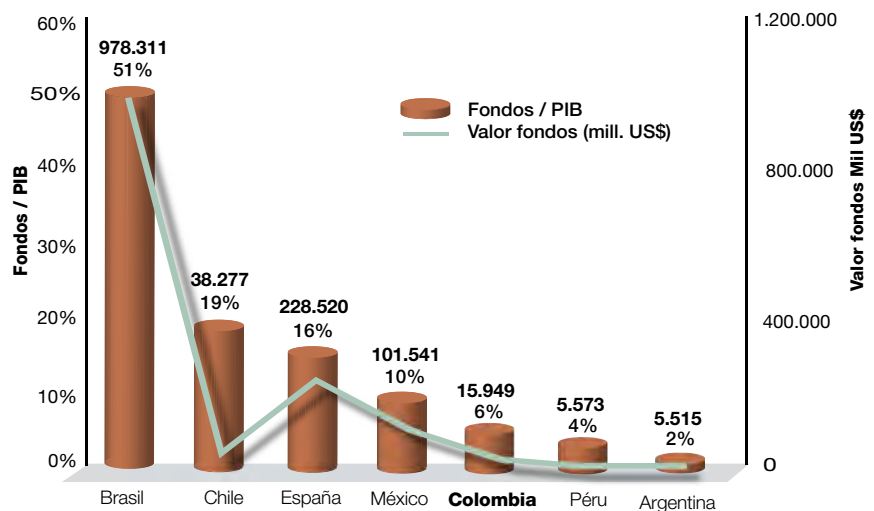
Es bien sabido que Colombia tiene un esquema de licencias bastante peculiar, en virtud del cual distintos tipos de entidades financieras, con objetos sociales bien diversos, cuentan con facultad legal para administrar fondos de inversión. Por ello, se ha planteado desde hace años si convendría modificar esta estructura para tener un solo tipo de entidad con licencia exclusiva para la gestión de carteras colectivas, con el fin de promover una mayor focalización y especialización

de la industria, como ocurre en la mayoría de países de la región y del mundo.

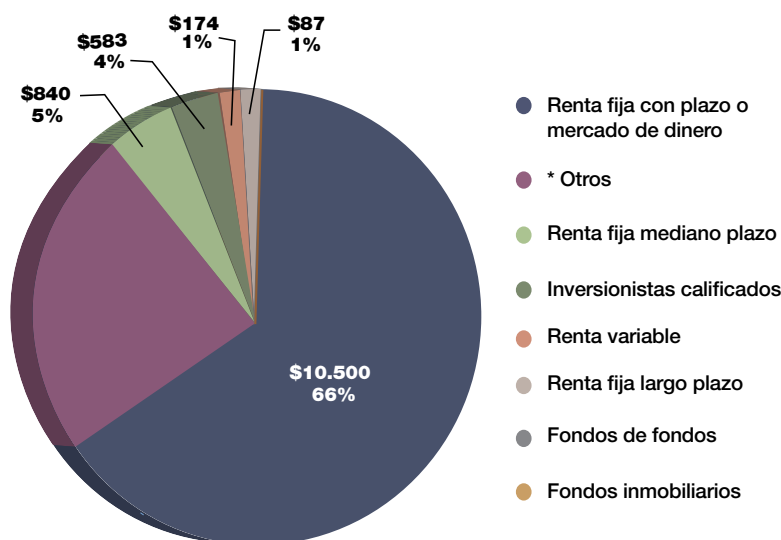
Son múltiples los beneficios que se han planteado respecto de un vehículo con objeto especializado, entre los cuales vale la pena destacar¹: a) eliminación de arbitrajes regulatorios, teniendo en cuenta la naturaleza tan diversa de las actividades de las fiduciarias y las comisionistas de Bolsa; b) reducción de los conflictos de interés que se pueden derivar entre la gestión de las carteras colectivas y la administración por cuenta ajena de otros activos, y la misma actividad por cuenta propia; c) mayor transparencia en términos de costos por los servicios, dada la imbricación que normalmente existe entre la gestión de fondos y las demás actividades de las gestoras; d) mayor eficiencia y economías de escala y d) mayor especialización que conlleva más profesionalismo y mejor administración de riesgos operacionales.

¹ De la Cruz, Javier y Stephanou, Constantinos. Banco Mundial. Estructura del Sistema Financiero en Colombia: opciones de reforma. 2006.

Gráfico 2. Relación de fondos de inversión / PIB



Fuente: Fiafin. Cálculos: Estudios Económicos FiduBogotá. Cifras con corte a diciembre de 2010.

Gráfico 2. Distribución por tipo de fondo

Fuente: Fiafin. Cálculos: Estudios Económicos Fidubogotá. Cifras con corte a diciembre de 2010 en millones de dólares.

*Otros - Incluye total de activos administrados por las sociedades comisionistas de Bolsa y las sociedades administradoras de inversión (SAIS).

Si bien tales ventajas son indiscutibles en teoría, no resulta claro si la estructura actual de múltiples licencias ha constituido, en la práctica, una restricción relevante para el desarrollo de la industria.

En cualquier caso, una reforma de ese tipo tendría que sopesar adecuadamente los supuestos beneficios frente al impacto que tendría, tanto en las sociedades comisionistas de Bolsa, como en las sociedades fiduciarias. Adicionalmente, debería discutirse si dicha licencia debería incluir también la posibilidad de administrar fondos de pensiones voluntarios, y el consecuente impacto que esto tendría en los actuales administradores de este tipo de fondos, particularmente las AFPs.

Falta de especialización en cada uno de los componentes de la cadena de valor

La industria de fondos colombiana se caracteriza por la falta de especialización en cada uno de los componentes

de la cadena de valor, esto es, a) la distribución, b) la gestión y c) la custodia y *back office*. En efecto, la industria en el país se ha desarrollado de tal forma que los administradores de las carteras colectivas usualmente concentran la totalidad de las actividades, lo que posiblemente ha generado una menor atención relativa al diseño de los productos y a la gestión especializada de ciertos activos. Esto, a su turno, puede ser la causa de la poca especialización de los fondos y de los propios gestores.

En Colombia las normas admiten, por una parte, la delegación de la gestión del portafolio en un tercero legalmente habilitado para ello, sin que ello implique un desplazamiento de la responsabilidad. En efecto, el parágrafo del Artículo 51 del Decreto 2175 de 2007, hoy contenido en el Artículo 3.1.9.1.2. del Decreto 2555 de 2010, señala:

“Las sociedades administradoras podrán encomendar, por su cuenta y a su nombre, en otras entidades legalmente facultadas para administrar carteras colectivas o portafolios de

terceros, la administración total o parcial de los activos que integren el portafolio de la cartera colectiva, siempre que dicha posibilidad se encuentre previamente establecida en el reglamento. Por este hecho, la sociedad administradora no podrá eximirse de su responsabilidad como administrador profesional y será responsable de las actuaciones adelantadas por el mandatario.”

La tercerización de las labores de gestión puede constituir una herramienta adecuada para la gestión de ciertos activos respecto de los cuales la sociedad administradora pueda no contar con el suficiente *expertise*.

De otro lado, en cuanto a canales de distribución, la normatividad colombiana reglamenta la fuerza de ventas que puede emplear la sociedad administradora (Capítulo 1 del Título 12 de la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010), permitiendo que los promotores de las carteras colectivas puedan estar vinculados a la gestora “por cualquier medio”. Si bien esta flexibilidad facilita las modalidades de contratación de los promotores, la propia regulación señala que las actuaciones de la fuerza de ventas obligan a la sociedad administradora, y cualquier infracción, error u omisión en que incurra la fuerza de ventas en el desarrollo de su actividad comprometen la responsabilidad de la gestora respectiva.

En este sentido, la reglamentación no contempla la figura de los asesores independientes como canal de distribución, y deja toda la responsabilidad en cabeza del gestor. No obstante, también puede emplearse la figura de los contratos de uso de red de oficinas de los establecimientos de crédito o la corresponsalia local con sociedades comisionistas de Bolsa, para la distribución de carteras colectivas por medio de terceros. Pero aún bajo estos esquemas, la responsabilidad por las labores del tercero sigue recayendo en la sociedad administradora.

Ahora bien, las normas del sistema de administración de riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo (SARLAFT) prevén que la sociedad administradora de los fondos, independientemente de cuál sea el esquema de distribución, en todo caso, debe realizar su propio control antilavado y aplicar el principio de *know your customer*. Lo anterior a pesar de que bajo esquemas de distribución abiertos, lo lógico es entender que el cliente es del distribuidor y no del administrador del fondo y, en consecuencia, es él quien debería aplicar exclusivamente las reglas que mitiguen el lavado.

Este régimen, además de duplicar procesos de prevención y control antilavado, con las consecuentes ineficiencias y sobrecostos, hace inviable cualquier esquema de arquitectura abierta o guiada, pues impide que el distribuidor preserve la información confidencial de carácter comercial de sus clientes.

Por las razones brevemente expuestas, la reglamentación colombiana no favorece la utilización de canales de distribución de los fondos, ni diferencia adecuadamente las responsabilidades entre el gestor de la cartera colectiva y el distribuidor, lo que podría explicar, al menos en parte, que no existan canales de distribución de fondos robustos.

En contraste con lo que ocurre en Colombia, en muchos países la industria de fondos se organiza más eficientemente con actores especializados en cada uno de los componentes de la cadena de valor, por razones de eficiencia que resultan obvias. Esta estructura permite al supervisor, además, concentrar sus actividades de control en los asuntos que resultan relevantes respecto de cada uno de los actores.

Así, la gestión de los portafolios y el manejo del riesgo es, obviamente, la actividad neurálgica de los administradores de los fondos. Esta actividad requiere de especiales fortalezas en

conocimiento e investigación sobre el comportamiento de los mercados, los distintos tipos de activos financieros, los sectores económicos y los emisores, la capacidad de distribuir adecuadamente los activos, y la administración de los riesgos. Ese debe ser el foco de un buen gestor de fondos de inversión.

Ahora bien, usualmente la distribución de los fondos se encuentra a cargo de las entidades financieras que cuentan con redes amplias y capilaridad como los bancos, o, en algunos países, mediante corredores o asesores independientes especializados. Las fortalezas y recursos requeridos para

especializados y tener unidades de riesgos y análisis económico robustas, sin duda, una mayor especialización que la actual debería contribuir favorablemente al crecimiento de la industria.

Simplificación del proceso de licenciamiento

De acuerdo con el marco normativo vigente, cada cartera colectiva debe ser aprobada previamente por la Superintendencia Financiera; de igual forma, las reformas a los reglamentos que impliquen modificaciones o afectación de los derechos económicos

La industria en el país se ha desarrollado de tal forma que los administradores de las carteras colectivas usualmente concentran la totalidad de las actividades, lo que posiblemente ha generado una menor atención relativa al diseño de los productos y a la gestión especializada de ciertos activos.

este componente de la cadena de valor están asociados a las fuerzas de ventas, la calidad en el servicio y la capacidad de fidelizar clientes.

Finalmente, la custodia y las labores de *back office* usualmente se dejan en manos de otro tipo de entidades, que logran grandes economías de escala por el volumen que manejan. En este caso, las fortalezas requeridas están asociadas a la capacidad patrimonial, los procesos operativos y la tecnología.

Como antes se señaló, en Colombia los administradores de carteras colectivas normalmente cumplen las tres actividades y se observa, por tanto, una baja especialización respecto de la gestión misma de los portafolios.

Si bien una alta especialización requiere de masa crítica que haga viable financieramente pagar gestores

de los inversionistas, requieren de aprobación previa del supervisor.

El trámite de aprobación de nuevos fondos y modificación de los reglamentos se había convertido, en la práctica, en un procedimiento demorado y dispendioso que podía llegar a tomar varios meses, debido en parte a la cantidad de actividades a cargo de la Delegatura para Emisores, Portafolios de Inversión y otros agentes, dependencia a cargo de este tipo de autorizaciones.

En muchos países, basta la licencia del administrador sin que sea necesario tramitar una autorización específica para cada fondo, siendo suficiente apenas su mero registro; asimismo, es usual que se prevea un proceso de licenciamiento para fondos “umbrella”, a partir del cual es posible crear nuevos fondos sin necesidad de tramitar licencias adicionales.

Con posterioridad a la realización del foro que en este artículo se comenta, mediante la Circular Externa 014 de 2011 del pasado 31 de marzo de 2011, la Superintendencia Financiera expidió un régimen de autorización general para las carteras colectivas que cumplan todas las siguientes condiciones: a) que la sociedad administradora, en los tres últimos años, haya administrado al menos dos carteras colectivas (diferentes a fondos de capital privado), una de las cuales debe estar en funcionamiento a la fecha de inicio de operación de la nueva cartera colectiva; b) que la sociedad administradora no haya sido objeto de sanciones impuestas por la Superintendencia Financiera o el Autorregulador del Mercado de Valores durante el año inmediatamente anterior a la fecha de entrada en operación de la nueva cartera colectiva y c) que la nueva cartera colectiva esté dirigida exclusivamente a inversionistas profesionales, o en la política de inversión se prevea que todas las inversiones se realicen sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE y/o se encuentren listados en sistemas de cotización de valores del extranjero.

Igualmente, se previó un régimen de autorización general para las modificaciones a los reglamentos que requieren aprobación de la Superintendencia Financiera, en el evento en que no haya habido pronunciamiento dentro de los quince días hábiles siguientes a la fecha en que la sociedad administradora radique tales modificaciones.

Se trata, sin duda, de un importante avance en la simplificación de los procesos de autorización, muy bien recibido en la industria, lo que va a redundar en un mayor dinamismo y oportunidad en la introducción de nuevos productos al mercado y en su actualización.

Además, constituye un buen ejemplo del enfoque de supervisión

basada en riesgos, pues no parece razonable tener que desplegar intensos esfuerzos de supervisión cuando no hay mayores intereses que proteger, por estar frente a gestores profesionales y con experiencia, y tratarse de carteras colectivas dirigidas

a inversionistas profesionales que requieren menor protección del supervisor, o de carteras colectivas que sólo invierten en activos tradicionales como valores inscritos en el RNVE.

Naturalmente, el régimen legal provee muchos otros mecanismos de protección a los inversionistas, como los deberes de información, las obligaciones de los gestores, el régimen de prohibiciones y conflictos de interés, la existencia de órganos de control, la custodia de los valores que conforman el portafolio, o los requerimientos patrimoniales de los gestores.

Requerimientos patrimoniales

Posiblemente uno de los aspectos menos analizados en la industria de fondos de inversión sea el relativo a los requerimientos patrimoniales a los que deben estar sometidas las sociedades administradoras. En efecto, a diferencia de lo que ocurre con las instituciones de depósito y otras instituciones financieras, los riesgos asociados a los portafolios se encuentran en cabeza de los inversionistas, no del gestor.

Ello explica que no exista un estándar internacional en la materia, que en algunos países ni siquiera se prevean requerimientos patrimoniales, y que, cuando tales requerimientos existen, no se estimen de una forma técnica.



Así por ejemplo, bajo la Directiva Europea sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés), las compañías administradoras de fondos deben tener un capital inicial de al menos EUR 125.000, teniendo en cuenta que, cuando el valor de los portafolios exceda de EUR 250 millones, se debe tener un patrimonio adicional igual al 0.02% del monto que supere dicha suma, sin que el capital inicial más el capital adicional superen los EUR 10 millones.

La exigencia de capitales mínimos, capitales adecuados y márgenes de solvencia para los administradores de fondos de inversión es bien discutible, puesto que los riesgos asociados a la actividad suelen estar cubiertos de forma adecuada mediante la segmentación de las tareas.

En la medida en que exista alta especialización de los distintos componentes de la actividad, el administrador solamente retiene los riesgos asociados a negligencia en la gestión, los cuales pueden ser adecuadamente cubiertos por medio de seguros de responsabilidad civil. La existencia de un custodio independiente evita riesgos de fraude o pérdida de títulos por parte del gestor, la utilización de intermediarios de valores para la compra o venta de los activos evita los riesgos de abusos de mercado en perjuicio de los inversionistas, y finalmente la existencia de distribuidores independientes también

evita las responsabilidades por indebida asesoría o falta de información a los clientes.

En Colombia, además de las reglas de capital mínimo aplicables a los administradores de carteras colectivas, de acuerdo con el régimen propio del tipo de entidad de que se trate, según sea una sociedad fiduciaria, una sociedad comisionista de Bolsa o una sociedad administradora de inversión, existe una exigencia patrimonial adicional, según la cual el monto total de los recursos en fondos de inversión no puede exceder de 100 veces el patrimonio técnico de la respectiva entidad (Artículo 3.1.3.1.2. del Decreto 2555 de 2010).

Si bien es cierto que el administrador de la cartera mantiene los riesgos operacionales asociados a la gestión y, obviamente, responde por los daños que su negligencia o dolo hayan causado a los inversionistas, sería altamente deseable que se diseñara una metodología técnica para calcular el valor del patrimonio que debe comprometerse para respaldar ese riesgo.

Alternativamente, podría evaluarse la sustitución total o parcial de los requerimientos patrimoniales por coberturas para amparar tales riesgos. Actualmente las normas vigentes, además de los requerimientos patrimoniales que presumiblemente también están soportando dichos riesgos, exigen coberturas tanto por responsabilidad civil, como por actos de infidelidad de los funcionarios del administrador².

Valoración

De acuerdo con la normatividad vigente, la determinación del valor de las participaciones y del valor de la cartera colectiva deberá hacerse de conformidad con la metodología que defina la Superintendencia Financiera (Artículo 3.1.5.2.1. del Decreto 2555 de 2010).

De conformidad con lo anterior, la Superintendencia Financiera ha establecido que las carteras colectivas deberán realizar la valoración de las inversiones que tengan en sus portafolios de conformidad con lo establecido en el Capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera, esto es, a valor de mercado.

Si bien es cierto que el principio del *mark to market* es apropiado como regla general, la mayoría de países del mundo acepta que los fondos del mercado monetario, por su corta duración, alta liquidez, y bajo riesgo de crédito y mercado, puedan

plica, por ejemplo, que el fondo no puede adquirir instrumentos con una madurez superior a 397 días ni puede mantener una madurez promedio superior a los 60 días calendario. La norma exige que la junta directiva del fondo debe establecer procedimientos para determinar desviaciones entre la valoración a costo y el valor de mercado del fondo bajo metodologías de valoración a precios de mercado, de tal forma que cuando tales desviaciones sean materiales se adopten las medidas a que haya lugar.

Aunque este tipo de reglamentación ha sido objeto de cuestionamiento por

A diferencia de lo que ocurre con las instituciones de depósito y otras instituciones financieras, los riesgos asociados a los portafolios se encuentran en cabeza de los inversionistas, no del gestor.

adoptar un esquema de valoración a costo, para darle estabilidad a la rentabilidad.

Así por ejemplo, bajo la regla 2a - 7 expedida en virtud de la Investment Company Act de 1940 de Estados Unidos, se admite el método de costo amortizado para los *money market funds*, siempre y cuando a) la junta directiva del fondo determine, de buena fe, que es en el mejor interés de los inversionistas mantener un valor estable de las unidades, y que dicho método se mantendrá en la medida en que la junta considere que el mismo refleja el valor de mercado del fondo; b) el portafolio mantenga una maduración promedio apropiada para el objetivo de mantener estable el valor de las unidades, lo que im-

parte de algunos analistas y reguladores, puede contribuir a masificar los fondos del mercado monetario, pues la estabilidad en la valoración conduce a que se conviertan en un sucedáneo de las cuentas bancarias, como ocurre en

² El numeral 1.6. del Capítulo Segundo del Título Octavo de la Circular Básica Jurídica señala que para la gestión y administración de carteras colectivas no será necesario constituir mecanismos de cobertura adicionales a las exigidos en el Sistema de Administración de Riesgo Operativo - SARO, siempre que en la implementación de éste se haga énfasis en la identificación, medición, control y monitoreo eficaz de los riesgos descritos en el Artículo 18 del Decreto 2175 de 2007 (hoy contenido en el Artículo 3.1.3.1.3. del Decreto 2555 de 2010).

muchos países del mundo, sin afectar la transparencia en el mercado ni los intereses de los inversionistas.

Naturalmente, una reforma de este tipo implicaría una revisión de la definición de los fondos del mercado monetario contenida en la normatividad vigente y, además, tendría necesariamente que venir acompañada de la regulación apropiada para evitar desviaciones materiales entre el valor contable del fondo y el valor de mercado del mismo.

Tratamiento tributario

En algunos países las autoridades han definido incentivos de tipo tributario para fomentar el ahorro y la inversión de largo plazo, en particular, al establecer exenciones al impuesto de renta. Este aspecto resultó cardinal, por ejemplo, para el crecimiento de la industria en países como España o Chile. Como es bien sabido, en Colombia los aportes a los fondos de pensiones voluntarias no constituyen un ingreso constitutivo de renta ni ganancia ocasional (artículos 126-1 y 207 del Estatuto Tributario), pero no así los que se efectúen a los fondos de inversión.

Si bien el beneficio tributario para los primeros se ha justificado en que la pensión voluntaria constituye un complemento de las prestaciones otorgadas por el sistema de seguridad social, para mejorar las tasas de reemplazo de las pensiones, lo cierto es que en la práctica muy pocos afiliados ahorran con ese fin, y muy pocos productos se han diseñado como complemento de la pensión obligatoria.

Así las cosas, se ha planteado que valdría la pena sopesar los beneficios de largo plazo que tendría para el país elevar las tasas de ahorro de largo plazo e inversión mediante incentivos de tipo fiscal, frente al impacto que ello podría tener en materia de recaudo tributario. En la medida en que ac-

tualmente resulta posible acceder al beneficio fiscal mencionado a través de la pensión voluntaria o las cuentas AFC, en realidad el impacto fiscal de extender el beneficio a los fondos de inversión parecería ser nulo.

De otro lado, las normas vigentes sobre retención en la fuente castigan de forma inadecuada la rentabilidad de los fondos, al exigir que se calcule y liquide diariamente la retención sobre rendimientos financieros, cuando quiera que exista una valo-

**El tratamiento
tributario respecto
de los fondos abiertos
desincentiva la inversión
en este tipo de vehículos,
pues afecta de forma
importante la rentabilidad
al impedir la capitalización
plena de la valorización,
y no tiene un impacto po-
sitivo en términos
de recaudo fiscal.**

rización de la unidad a favor de los inversionistas, en lugar de hacerlo únicamente cuando éstos retiran o redimen su inversión.

Recientemente la Dian, mediante Oficio No. 100202208-00460 del 20 de septiembre de 2010, precisó que, tratándose de carteras colectivas escalonadas y cerradas, el abono en cuenta relativo a la valoración de la inversión antes del vencimiento del plazo pactado, o antes de su redención anticipada cuando sea el caso, tiene efectos contables y no fiscales, pues tal valorización no constituye en sí misma causación del ingreso, al no ser exigible su pago. Por ello, en estos casos, la retención en

la fuente sólo se debe practicar cuando se efectúe el respectivo pago o abono en cuenta en calidad de exigible. Ahora bien, la autoridad tributaria reiteró que, tratándose de carteras colectivas abiertas, la retención en la fuente se debe realizar diariamente porque con esta misma periodicidad se efectúa el abono en cuenta, el cual constituye un ingreso tributario.

Así las cosas, el tratamiento tributario respecto de los fondos abiertos desincentiva la inversión en este tipo de vehículos, pues afecta de forma importante la rentabilidad al impedir la capitalización plena de la valorización, y no tiene un impacto positivo en términos de recaudo fiscal, pues bajo el modelo de retención únicamente al retiro de los recursos, igualmente se practicaría la retención correspondiente sobre el ingreso total del inversionista.

De admitirse la retención en la fuente sólo al momento del retiro, también debería considerarse la posibilidad de traslados entre fondos de inversión administrados por diferentes gestores sin que hubiese lugar a practicar la retención por efecto mismo del traslado, sino sólo cuando el inversionista retirara efectivamente los recursos. Este tratamiento incentivaría también una sana competencia al permitir movilidad dentro del sistema, como ocurre con los beneficios tributarios existentes en pensión voluntaria y cuentas AFC, y no parecería afectar en modo alguno el recaudo tributario.

Mecanismos de acceso a liquidez para los fondos

La reciente crisis internacional puso de presente que no sólo las instituciones de depósito generan riesgo sistémico, lo que ha obligado a redefinir el perímetro del sistema financiero para ampliar la regulación y la supervisión a instituciones que antes no se encontraban reguladas, el alcance de la regulación prudencial

para extenderla a diversos tipos de instituciones financieras y, asimismo, ha generado una amplia discusión sobre el papel de los bancos centrales como proveedores de liquidez y responsables de la estabilidad sistémica, con objetivos explícitos adicionales a los de política monetaria.

En este contexto, la experiencia enseñó que los fondos de inversión también pueden ser objeto de corridas, y que éstas generan un efecto procíclico que puede contribuir a una debacle financiera.

Por ello, es importante reflexionar sobre la conveniencia de diseñar apoyos de liquidez a los fondos de inversión, al menos a los del mercado monetario, cuando quiera que en situaciones de especial estrés y nerviosismo, los inversionistas opten masivamente por retirar sus recursos, a pesar de que los activos de los portafolios sean muy sanos. El tema es altamente controversial, suscita naturales inquietudes prudenciales y económicas por implicar apalancamiento con recursos del banco central y, obviamente, una propuesta en tal sentido tendría necesariamente que evitar la generación de incentivos inadecuados.

Sobre el particular, se ha señalado³:

“El futuro de la industria de fondos de mercado monetario no es claro. Los que están en la industria tienden a sostener que no debe hacerse mucho respecto de un fondo que tomó excesivos riesgos. De acuerdo con ellos, los eventos han demostrado que los fondos del mercado monetario pueden sobrevivir bastante estrés, si el análisis de crédito es correcto.

No obstante, antiguos formuladores de política y actuales participantes de mercado han señalado que los fondos del mercado monetario que ofrecen servicios transaccionales, retiros a la vista y valoración estable, deben ser organizados y supervisados

como bancos, con acceso a financiación de última instancia (Grupo de los 30, 2009).”


Ahora bien, en opinión de algunos, la posibilidad de acceso a la liquidez del Banco Central por parte de entidades diferentes a los establecimientos de crédito tiene restricciones constitucionales en Colombia, en la medida en que la Constitución Política señala, por una parte, que es función básica del Banco de la República *“ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito”* (Artículo 371), y de otra, que *“el Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos”* (Artículo 373).

Pero es evidente que estas restricciones no se extienden a las operaciones de mercado abierto. En efecto, de acuerdo con la Ley del Banco, es función de su Junta Directiva⁴ *“disponer la realización de operaciones en el mercado abierto con sus propios títulos, con títulos de deuda pública o con los que autorice la Junta Directiva, en estos casos en moneda legal o extranjera, determinar los intermediarios para estas operaciones y los requisitos que deberán cumplir éstos. En desarrollo de esta facultad podrá disponer la realización de operaciones de reporto (repos) para regular la liquidez de la economía.”*

De acuerdo con lo anterior, desde hace muchos años el Banco de la República abrió el acceso a liquidez para los administradores de carteras colectivas por medio de repos, pero desafortunadamente este mecanismo ha quedado limitado al patrimonio de los gestores⁵, a pesar de que las operaciones de expansión monetaria se pueden realizar con activos de los fondos, restricción que no parece razonable como mecanismo de protección

de la autoridad monetaria, si los títulos que se entregan como colateral son TES u otros valores altamente seguros, y existe un *haircut* adecuado.

Reconociendo la importancia de tener instrumentos de liquidez para los fondos de inversión, la última reforma financiera (Ley 1328 de 2009) amplió los usos del Fondo de Reserva para la Estabilización de Cartera Hipotecaria –FRECH, facultando al Gobierno Nacional a impartir instrucciones al Banco de la República, en su calidad de administrador del FRECH, para realizar operaciones de tesorería con entidades financieras distintas a los establecimientos de crédito, así como con las carteras colectivas administradas por éstas.

Finalmente, mención aparte debe hacerse a la derogatoria que efectuó la Ley 1328 de 2009 al parágrafo del Artículo 53 de la Ley 31 de 1992, el cual señalaba que las operaciones de mercado abierto en moneda legal sólo podían realizarse con títulos de deuda pública, de manera que ahora se permite al Banco de la República aceptar otro tipo de instrumentos, lo que constituye una flexibilización de enorme trascendencia. 

³ Baba, Naohiko, *et al.* US dollar money market funds and non-US banks. BIS. 2009. Traducción libre.

⁴ Artículo 16, literal b) Ley 31 de 1992.

⁵ “Las Sociedades Fiduciarias, las Sociedades Comisionistas de Bolsa y las SAF-PyC [sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías] y las SAF-P [sociedades administradoras de fondos de pensiones] no podrán mantener obligaciones pasivas originadas en operaciones monetarias de expansión transitoria (Repo) para con el Banco de la República que, en promedio, durante los últimos 14 días calendario, representen un monto superior al valor del capital pagado y reserva legal saneados de las fiduciarias y del patrimonio técnico de las otras entidades.” Numeral 4.2. de la Circular Reglamentaria DODM-142 del Banco de la República.



Alex Silberwasser *

Industria de gestión de activos en Colombia: temas de forma y temas de Fondos

La industria de gestión de activos en Colombia se encuentra hoy a las puertas de un proceso de cambio importante, que de culminar exitosamente podría ubicarla definitivamente en las “ligas mayores” de la región, junto con mercados como el mexicano (US\$50.000 millones), el chileno (US\$35.000 millones) o incluso el brasileño (US\$900.000 millones). Este logro se evidenciaría en una alta penetración de los fondos (carteras colectivas) como porcentaje de los activos totales manejados, con mejoras en liquidez del mercado, nivel profesional de los gestores en el marco de una industria amplia con diversidad de jugadores, y oferta de inversiones disponibles de modo que se permita mejor diversificación y acceso a más activos para la construcción de portafolios por parte de los ahorradores colombianos. Sin embargo, para lograr esto es necesario embarcarse en una agenda de cambio que comprometa tanto a los reguladores como a la industria a generar nuevos modelos de negocio y a remover obstáculos normativos.

El objetivo de este artículo es presentar los principales argumentos a favor de un reordenamiento de la

En mercados con mayor grado de desarrollo, los fondos de acciones representan cerca del 40% de los activos manejados y se esperaría similar grado en el caso del mercado colombiano, cuando éste se acerque el grado de maduración esperado.

estructura de la industria de gestión (administración) de activos, con impacto tanto a nivel normativo como de los actores del mercado, en todas las etapas de la cadena comenzando por la generación de nuevos productos y la gestión profesional de las inversiones, del riesgo y de la parte operativa, y terminando con el canal de distribución final que pone la oferta de inversiones a disposición del inversionista o ahorrador final.

Para esto vamos a destacar varias de las ideas planteadas por expertos de Brasil (EuridsonSa – Anbima) y Europa (Mark St.Giles – Cadogan Financial Ltd.), junto con la experiencia de Compass Group en Chile y México durante el panel del pasado 16 de marzo titulado “Reformas regulatorias para impulsar los fondos de inversión”, que tuvo lugar en el marco del seminario “Agenda de reforma del mercado de capitales: hoja de ruta y retos regulatorios” organizado por Anif, el Banco Mundial y la BVC.

*Alex Silberwasser es socio y gerente general de Compass Group en Colombia. Tiene nueve años de experiencia con Compass, en las áreas de gerencia, asesoría institucional y construcción de portafolios. Alex es MBA de Columbia Business School (2002) y B.Sc. en ingeniería industrial y administración del Instituto Tecnológico de Israel – Technion (1995).

Compass Group es una firma regional de asesoría en inversiones y gestión de activos, con más de US\$17.000 millones en asesoría para instituciones e inversionistas privados desde Nueva York, Miami, México, Bogotá, Lima, Santiago, Buenos Aires y Montevideo.

Antecedentes y marco de referencia

La industria de fondos en Colombia maneja hoy activos por US\$3.5 mil millones, un número bajo no solamente en comparación con otros mercados, sino con relación al tamaño de la economía local (US\$320.000 millones).

Su nivel de sofisticación en términos de diversificación es también bajo, pues los activos en renta fija de corto plazo (*moneymarket*) representan aún la gran mayoría de los activos de la industria.

En mercados con mayor grado de desarrollo, los fondos de acciones representan cerca del 40% de los activos manejados y se esperaría similar grado en el caso del mercado colombiano, cuando éste se acerque al grado de maduración esperado.

En Colombia tenemos un nivel de activos bajo manejo muy importante en las entidades del sector institucional¹, que supera los US\$60.000 millones en fondos de pensión obligatoria, voluntaria y cesantías (AFPs, fiduciarias), US\$5.000 millones en portafolios de entidades aseguradoras, y US\$15.000 millones en carteras colectivas (manejadas por sociedades administradoras de inversiones – SAI, comisionistas de Bolsa – SCB, y sociedades fiduciarias). Se estima además que las sociedades fiduciarias controlan mandatos de inversión por no menos de US\$20.000 millones distintos de carteras colectivas compuestos por distintos mandatos pensionales.

Los equipos de inversión que manejan estos activos son cada vez de mayor nivel, y específicamente en el caso de AFPs y aseguradoras, concentran una gran parte del talento disponible en el mercado. Aun así, como dato curioso notamos que los seis profesionales al frente de los equipos de inversión de las AFPs del país no superan en ningún caso

los 50 años de edad (en la mayoría de casos posiblemente ni siquiera los 45), cuando en mercados comparables (Chile) esta edad es casi la media para el cargo. Esto no es negativo en sí, ni es responsabilidad de nadie. Es simplemente síntoma de que tenemos un mercado cuyo tamaño y ritmo de crecimiento están superando su nivel de desarrollo. Debemos procurar una respuesta a la concentración de la “escuela” para profesionales de inversión dedicados en un número limitado de entidades, puesto que la existencia de un mercado amplio de talento redundaría en beneficio de toda la industria, del mercado y, finalmente, del público. Por fortuna para nuestro mercado en Colombia, éste es un caso

sola (ni dos, ni tres) fuentes de información donde se pueda consultar con facilidad información sobre los gestores y fondos ofrecidos. También sabemos que no todos los activos manejados están en los fondos, y no todos los fondos son manejados por el mismo tipo de entidad. Esto obliga al inversionista a referirse a una variedad de fuentes (gremios, periódicos, websites de las entidades) para agregar información sobre quién maneja qué tipo de producto, y cuál ha sido su desempeño. Éstos son además imposibles de comparar puesto que la clasificación por tipo de activo o región no es evidente en las distintas fuentes, resultando en listas de fondos agrupados por

La falta de información organizada sobre los instrumentos y sus rendimientos es otro elemento que requiere mejora, en este caso principalmente desde dentro de la industria misma.

más en el que las soluciones están bastante bien definidas por la experiencia global. Al lado de una base de ahorro importante administrada por inversionistas institucionales debe existir una industria profesional de gestión de activos, con el nivel de desarrollo que permita confianza, profesionalismo y adecuada oferta de opciones de inversión y ahorro.

Hoy en Colombia existen aún obstáculos para un desarrollo más acelerado de este pilar del mercado, éstos son el objeto de la siguiente sección.

La falta de información organizada sobre los instrumentos y sus rendimientos es otro elemento que requiere mejora, en este caso principalmente desde dentro de la industria misma. Hoy en día no existe en Colombia una

entidad sin necesaria relación entre ellos. La prensa especializada y los gremios están llamados a hacer una labor importante para presentar esta información de manera que el público pueda utilizarla para evaluar sus opciones de inversión.

¹ Conocidos en la industria como inversionistas institucionales, son el grupo conformado por compañías como fondos de pensiones, aseguradoras, fondos soberanos, fondos mutuos o de inversión. En general, se trata de cualquier entidad que maneje activos con responsabilidad de tipo fiduciario frente a éstos, de cuyo monto bajo manejo y nivel de actividad en el mercado se desprende un supuesto de alta capacidad de gestión y sofisticación en el manejo de las inversiones.

Desarrollos recientes

La experiencia que tenemos en Compass Group como firma en el mercado colombiano nos lleva a otra observación. Históricamente nuestros reguladores han mostrado habilidad para tomar ejemplos de otros países con respeto, pero manteniendo juicio propio. Si bien en algunos casos no se puede negar que lo han hecho demostrándose más de lo justo, en otros han reservado la opción de observar y analizar errores ajenos para implementar las mejoras localmente, de manera que cuando esto se da, éstas representen más veces avances significativos que marginales.

Debemos dejar claro que desde ya se nota un cambio positivo emanando desde el más alto nivel en las instancias de creación de política de los mercados de capitales en el país. Basta con mencionar la introducción del régimen general de aprobación para carteras colectivas, que el superintendente financiero, Gerardo Hernández, anunció durante el evento en cuestión, e implementó dos semanas después. Ésta no es una mejora incremental, es un gran paso en la dirección correcta para balancear las obligaciones y responsabilidades entre regulador, supervisor y prestadores de servicio (asesores de inversión, gestores de activos). Expandiremos sobre esto en la continuación del artículo.

Otro desarrollo positivo que vale la pena destacar es el repetido “bombardeo” de iniciativas de negocio al que ya nos está acostumbrando la Bolsa de Valores de Colombia. No solamente el mercado integrado latinoamericano (MILA), del que ya se ha explicado bastante, y que a nuestro juicio cumplirá con el tiempo todos sus objetivos, sino temas como las nuevas bolsas de energía, derivados, mercado global colombiano y la fusión con la Bolsa de Lima. Una Bolsa permanentemente en alto grado de actividad y creación nos beneficia a

todos y se constituye en un elemento clave para el desarrollo de nuestros mercados de capitales e industria.

Propuestas

El pasado 16 de marzo tuvo lugar el Seminario Anif Banco Mundial BVC: “Agenda de reforma del mercado de capitales, hoja de ruta y retos regulatorios”, como parte del cual se presentó el panel “reformas regulatorias para impulsar los fondos de inversión”.

El panel tuvo como objetivo presentar casos de mercados como Brasil,

Un elemento clave del sistema europeo es que la responsabilidad de conocimiento del cliente o *know your client* (KYC) descansa de manera clara en el distribuidor, o en otras palabras, permitir que el cliente pertenezca al distribuidor.

Chile, México y Europa, y enfocar algunas conclusiones que pudieran servir de base para el desarrollo de políticas enmarcadas en la hoja de ruta para el mercado de capitales presentada por el señor Clemente del Valle del Banco Mundial. El señor César Prado, presidente de Fidubogotá, actuó como moderador, y se convocó al señor Mark St. Giles en representación de Cadogan Financial Ltd., el señor Euridson Sa en representación de Anbima (autorregulador brasileiro) y el señor Alex Silberwasser en representación de Compass Group.

El señor St. Giles de Cadogan hizo una detallada presentación del caso europeo como marco de referencia para la industria de gestión de activos, resaltando la facilidad para acreditar vehículos de inversión que puedan ser ofrecidos al público inversionista y la agilidad de las estructuras de distribución como ventajas clave para permitir un desarrollo adecuado de la industria. Los siguientes puntos generales fueron desarrollados en la presentación:

- Simplificación del proceso de concesión de licencias
- Facilitar la creación de gestores de fondos independientes
- Problemas de distribución
- Asuntos culturales

Destacando el tercer punto, problemas de distribución, el señor St. Giles anotó que un mercado puede desarrollarse mejor en la medida en que existan diversos canales de distribución que ayuden a los independientes a penetrar en el mercado.

Para esto, algunas ideas incluyen la adopción de modelos de arquitectura de distribución abierta (*open architecture*), asesores financieros independientes con modelos de selección de fondos basados en mejores recomendaciones (asesoría), supermercados de fondos basados en Internet que permiten variedad para los inversionistas y fondos de fondos creados por los distribuidores con fondos externos manejados por terceros.

Un elemento clave del sistema europeo presentado por el señor St. Giles y que en nuestra opinión es de vital impacto para el desarrollo del sistema colombiano es que la responsabilidad de conocimiento del cliente o *know your client* (KYC) descansa de manera clara en el distribuidor, o en otras palabras, permitir que el cliente pertenezca

al distribuidor. Ampliaremos más sobre esto a continuación.

El señor Sa de Anbima destacó la fortaleza del sistema brasileiro (activos bajo manejo AUM – US\$969.000 millones, 4.772 fondos mutuos y 374 compañías de gestión de inversiones). El desarrollo en este mercado ha dado lugar también al crecimiento de fondos de más alta sofisticación conocidos como “multimercado” (1.824 fondos en existencia, aparte de los fondos mutuos regulares), que pueden inclusive utilizar instrumentos como apalancamiento y ventas en corto para manejar riesgo o implementar estrategias de inversión. En el caso brasileiro se destacan también elementos como la agilidad del proceso de acreditación de instrumentos nuevos.

La presentación de Anbima también trae a la discusión el punto central de estructura de la industria, de modo que está presente una clara separación por funciones, o “desempaquetamiento”. En el caso presentado se mencionan las etapas en la cadena de creación de valor (ver gráfico siguiente).

En dicho gráfico vemos las funciones de gestión (Portfolio Manager): responsable por las estrategias de inversión; administración (Fund Administrator): responsable por el cálculo de valor neto de unidad

(NAV) y consecuentemente por la valoración de los activos; custodia (Custodian): responsable por la custodia de títulos y distribución; asesoría o venta (Dealers): responsable por la asesoría y venta al inversionista. Diferentes mercados tendrían diferentes denominaciones para cada participante del esquema, lo importante es entender que aunque una sola entidad puede ejecutar todas estas funciones, una industria de gestión de activos desarrollada presenta además la posibilidad de entidades separadas especializadas en una o pocas de éstas. La frontera entre eslabones de la cadena la determina la fuente de economías de escala, pues ésta es distinta en el caso de la gestión (*know how*, investigación) que en el caso de la administración (eficiencias operativas, inversión de capital) o la distribución (servicio al cliente, fidelidad, calidad de asesoría).

La presentación de Compass Group se enfocó en casos de mercados de alguna forma más cercanos al nuestro, como el chileno y el mexicano. En estos mercados, la masa de ahorro en vehículos equivalentes a carteras colectivas o fondos alcanza niveles importantes, superiores en tamaño y en diversidad de opciones al colombiano.

En estos mercados también se observa con interés la existencia de mecanismos expeditos para la acreditación de fondos nuevos, y se destaca al igual que en los casos de Brasil y Europa la existencia de una cadena de valor en la industria en la que las funciones de distribución, operaciones y gestión de activos pueden ser separadas. Es en estos dos puntos en los que en nuestra opinión está la clave para liberar el máximo potencial de desarrollo de la industria en Colombia.

Como mencionamos anteriormente, el regulador colombiano dio en las semanas posteriores al seminario un importante paso para solucionar el que había sido hasta ahora el obstáculo más visible del sistema, al emitir normatividad encaminada a la implementación de un régimen de autorización general enfocado a permitir que entidades vigiladas con buena experiencia y conducta comprobadas gocen de mayor agilidad al diseñar y ofrecer un producto al público inversionista, de acuerdo con las ventanas de oportunidad que se generen en el mercado.

El punto clave que queda aún por resolver es el que concierne a la arquitectura de la industria. Debido a una serie de elementos que son en parte normativos y en parte de hecho, la industria en Colombia se puede describir como una “arquitectura cerrada”, es decir, una industria en la que las entidades ofrecen a sus inversionistas exclusivamente productos generados y gestionados por ellas mismas. Este esquema no es necesariamente garantía de productos con baja calidad, pero sí de falta de opciones y competencia que generan en el tiempo un bajo nivel de sofisticación.

En mercados como el europeo, buena parte del desarrollo de la industria se debió a la adopción de arquitecturas “abiertas”, esquema en el cual la entidad que asesora al

Una industria sofisticada y estructurada independiente

“Multimercado” - Los fondos mutuos y de retorno absoluto brasileños están cubiertos por la misma regulación. También se práctica autorregulación



Funciones de gestión

Responsabilidad por estrategias de inversión



Administración de fondos

Responsabilidad por el cálculo de valor neto de unidad (NAV) y consecuentemente por la valoración de activos.



Custodia

Responsabilidad por custodia de títulos



Distribución - Asesoría - Venta

Responsabilidad por asesorías y ventas al inversionista



los de la mejor calidad y desempeño, fueran o no éstos gestionados por la misma. Es así como se empiezan a crear unidades de producto de terceros, encargadas de la selección y seguimiento de gestores externos cuyos vehículos pudieran ser ofrecidos a los clientes propios.

En Colombia, el marco normativo actual requiere la transferencia de la información del cliente en el caso en que una entidad vigilada quiera ofrecer un vehículo de un tercero a un cliente propio, lo

el sistema europeo. Ésta consiste en ubicar la responsabilidad de obtener la información y llevar a cabo el proceso conocido como “conocimiento del cliente” exclusivamente en el asesor o distribuidor. Esta entidad puede entonces invertir los recursos de sus clientes en los vehículos que se consideren adecuados, sin tener que revelar datos sensibles desde el punto de vista comercial a la entidad que ejerce la función de gestor del vehículo de inversión. Una consideración adicional es que en muchos casos la segunda entidad, si bien vigilada y regulada, puede tener un foco en gestión de inversiones distinto del foco operativo que se requiere para procesar adecuadamente un número elevado de clientes. Es decir, no los podría recibir ni siquiera en el caso en que el asesor o distribuidor estuviera dispuesto a revelar la información. En el esquema propuesto, el gestor de inversiones podría verificar que el distribuidor es entidad vigilada y por lo tanto tiene un Sarlaft (Sistema de Administración de Riesgos de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo) que responde a los estándares requeridos, o establecer un esquema de certificación de estos sistemas para su red de distribuidores si se considerara necesario.

El seminario del pasado 16 de marzo y el lanzamiento de la hoja de ruta del Banco Mundial han reenfocado la discusión sobre importantes temas, de cuya apropiada resolución depende la velocidad con la cual se desarrolle o no una industria de gestión de inversiones en Colombia que cumpla con las demandas futuras de nuestros mercados de capitales e inversionistas.

Por fortuna, es nuestra opinión que todos los participantes requeridos para lograr el éxito están interesados en dar los pasos necesarios en un futuro cercano. Esperemos que así sea.

En los mercados chilenos y mexicanos también se observa con interés la existencia de mecanismos expeditos para la acreditación de fondos nuevos, y se destaca al igual que en los casos de Brasil y Europa la existencia de una cadena de valor en la industria en la que las funciones de distribución, operaciones y gestión de activos pueden ser separadas.

inversionista tiene la posibilidad de ofrecer una mezcla de productos propios y de terceros, de modo que se puedan satisfacer las necesidades de su cliente con mayor foco en la calidad de los vehículos de inversión.

Históricamente fueron los mismos clientes los que lideraron este cambio en el mercado, al exigir de sus asesores en su entidad de confianza que éstos les recomendaran vehícu-

los de la mejor calidad y desempeño, fueran o no éstos gestionados por la misma. Es así como se empiezan a crear unidades de producto de terceros, encargadas de la selección y seguimiento de gestores externos cuyos vehículos pudieran ser ofrecidos a los clientes propios.

Como resaltó el señor St. Giles en su intervención, la solución a este problema la plantea también



Oscar Leiva Villamizar *

Cámara de Riesgo Central de Contraparte – CRCC: **elemento esencial en la mitigación del riesgo sistémico de los mercados de capitales**

Resumen

Después de haber transcurrido más de dos años desde el casi-colapso de Bear Stearns en marzo de 2008, la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y el salvamento de AIG el 16 de septiembre del mismo año, la comunidad financiera internacional ha venido reflexionando acerca de las causas que generaron la reciente crisis y las reformas normativas que se requieren para fortalecer la transparencia y seguridad, especialmente en los mercados de derivados. Lo anterior, dado el crecimiento que dichos mercados han presentado a nivel mundial en la última década, tal como lo ha reconocido el Parlamento Europeo en los siguientes términos: “*A finales de junio de 2009, el importe teórico de todos los tipos de contratos OTC había alcanzado la cifra de 606 billones de dólares estadounidenses, a valores brutos de mercado, lo que representa un parámetro de riesgos de mercado de 25 billones de dólares*

estadounidenses, y riesgos de crédito brutos por 3.7 billones de dólares estadounidenses”¹. Asimismo, desde la óptica del G-20² y su desarrollo regulatorio posterior, tales como la Ley de Reforma Financiera y Protección al Consumidor ‘Dodd Frank Act’ en Estados Unidos de julio de 2010, la Resolución del Parlamento Europeo de junio de 2010 en Europa y finalmente el documento del Comité de Supervisión Bancaria del Comité de Basilea de diciembre de 2010 denominado: BASILEA III, en relación con los mercados de derivados, se ha definido como obligatoria la remisión de sus operaciones a entidades de contrapartida central para su compensación y liquidación. Para el efecto, tales instrumentos derivados deberán reunir unas condiciones mínimas de estandarización con vista a lograr que puedan ser aceptados por la entidad de contrapartida, para hacer una mejor valoración de la gestión de riesgos de contraparte. Por el contrario, los derivados cuya compensación y

liquidación sea efectuada bilateralmente por las partes que celebraron las operaciones, serán objeto de mayores requerimientos de capital.

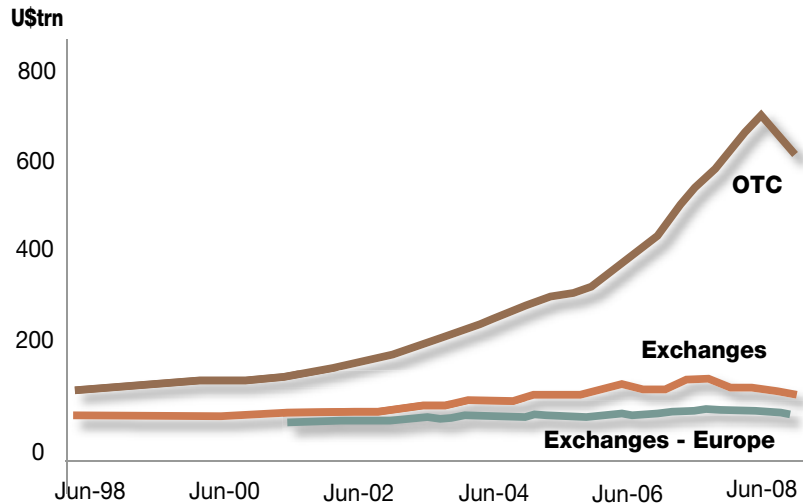
A manera de conclusión, es posible sostener que el estado del arte a nivel internacional es el establecimiento por vía regulatoria de la recomendación de remitir las operaciones de derivados a una CRCC, e incluso exigirlo como obligatorio, dado que la crisis demostró que a través de dichas entidades se incrementa la seguridad y eficiencia de los mercados de derivados. Para el efecto, en consideración a que la aceptación de operaciones por parte de una CRCC exige un grado de estandarización, en operaciones exóticas o

* Gerente de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. E-mail: oleiva@camaraderiesgo.com.co

¹ Parlamento Europeo. Resolución sobre los mercados de derivados: actuaciones futuras. 2010. (11 p.).

² Pittsburgh G-20 Summit.

El tamaño del mercado de derivados



de condiciones realmente hechas a la medida de las partes, respecto de las cuales una CRCC no se pueda interponer, se está proponiendo que al ser mantenidas para su compensación bilateral, los participantes dispongan de un sistema de administración de riesgo de crédito de contraparte (SARCCO) similar a los que son empleados por una CRCC.

Sin embargo, es importante resaltar que las CRCCs, aun cuando mitigan el riesgo sistémico, consolidan el riesgo financiero y operativo, por tanto, es importante continuar incrementando la “resiliencia” y seguridad de este tipo de entidades.

Evolución de los mercados de derivados

Los mercados de derivados han tenido una evolución muy importante durante la última década, pasando de aproximadamente US\$100 trillones en 1998 a más de US\$600 trillones en el año 2008³, de los cuales aproximadamente el 84% del mercado de derivados OTC se compensaba y liquidaba bilateralmente y el 16% restante se compensaba y liquidaba a través de una CRCC en el año 2007⁴.

Esquema de Compensación y Liquidación (C&L) bilateral versus Compensación y Liquidación (C&L) con contrapartida central

Para entender la relevancia que han tomado las CRCCs en el fortalecimiento de la seguridad y eficiencia de los mercados de derivados, en el gráfico de la página siguiente se pueden observar las principales diferencias entre los dos esquemas de C&L.

A diferencia del esquema de C&L bilateral, las CRCCs a través de la figura jurídica de la novación se convierten en comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador, generando eficiencias y aportes importantes a los mercados como son:

- Neteo multilateral.
- Garantizan el buen fin de las operaciones.
- Eliminan los colaterales entre las partes.
- Reducen consumos de solvencia y líneas de crédito al ser entidades catalogadas como riesgo de contraparte cero.⁵
- Permiten la negociación anónima en plataformas ciegas.
- Generan eficiencias operativas a

través de la estandarización del modelo de riesgo (procesos de *back-testing*, *stress testing* y llamados a margen) y los procesos de gestión de garantías (colateral). En el caso colombiano, el esquema de CRCC que se ha adoptado, llamada de registro único tiene un beneficio adicional a las CRCCs estándar, dado que mantienen la segregación de posición, “*variation margin*” y garantías a nivel de cuenta titular, generándoles a las áreas operativas de las entidades la información necesaria para la gestión y control de riesgo de su posición propia y de sus clientes.

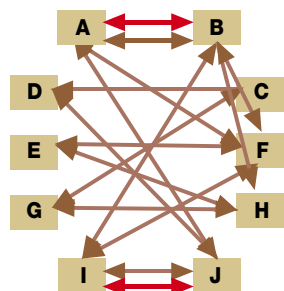
- Al facilitar la consolidación de la información, las CRCCs contribuyen notablemente a la transparencia del mercado y a la supervisión en línea de los mercados de derivados por parte de las entidades de control. En el caso colombiano, la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, a través de la información que le provee la Cámara de Riesgo, pueden supervisar el mercado de derivados en línea a nivel de cuenta titular.
- Mitigan el riesgo operativo al contar con modelos de riesgo y operativos robustos soportados en infraestructuras tecnológicas diseñadas y probadas para tener los mínimos puntos de falla, y
- Pueden reducir la contribución de los derivados a la prociclicidad del sistema financiero.⁶

³ Banco Internacional de Pagos (BIS).

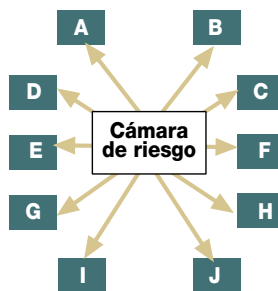
⁴ Committee on Payment and Settlement Systems. New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives. 2007. (62 p.)

⁵ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 2555 de 2010 Libro 13 (D.2893/07).

⁶ Bank for International Settlements. Quarterly review: Central Counterparties for over-the-counter derivatives. 2009. (45-59 p.).

Esquema C&L Bilateral

La Cámara se
interpone a través
de la novación

Esquema C&L CRCC

Según el BIS⁷, los problemas de mayor entidad identificados durante la crisis relativos a la cobertura de riesgo giraron en torno a la administración del riesgo de crédito de contraparte (SARCCO). Es así como: (i) el Comité determinó que el capital regulatorio para el tratamiento del riesgo de crédito de contraparte era insuficiente, y (ii) la crisis también reveló un buen número de deficiencias en las prácticas actuales de gerencia de riesgos en áreas particulares como *back-testing*, *stress testing*, administración de garantías y monitoreo del riesgo en sentido erróneo.

Desarrollo regulatorio a nivel internacional

Atendiendo los lineamientos dados por el G-20 en la cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009, tanto en Europa como en Estados Unidos se han desarrollado durante los últimos dos años normas que motivan el uso de la CRCC o del SARCCO similar a una CRCC como son:

Ley de Reforma Financiera y Protección al Consumidor ‘*Dodd Frank Act*’ en Estados Unidos de julio de 2010,

La Resolución del Parlamento Europeo de junio de 2010 en Europa y, finalmente,

El documento del Comité de Supervisión Bancaria del Comité de Basilea de diciembre de 2010 denominado: BASILEA III.

El estado del arte a nivel internacional es el establecimiento por vía regulatoria de la recomendación de remitir las operaciones de derivados a una CRCC, e incluso exigirlo como obligatorio, dado que la crisis demostró que a través de dichas entidades se incrementa la seguridad y eficiencia de los mercados de derivados.

La relevancia de las entidades de contrapartida central (ECC) como se conocen a nivel internacional, o cámaras de riesgo central de contraparte (CRCC), como se han denominado en nuestro país, dentro de la cadena de valor del mercado de capitales es apreciable cuando se aborda el estudio sobre el fortalecimiento de la seguridad y eficiencia de los mercados de derivados, teniendo en cuenta las medidas adoptadas como consecuencia de la crisis de 2008. En tal sentido, con el propósito de entender las razones

por las cuales es posible sostener que las CRCCs se constituyen en elemento esencial en el fortalecimiento de la seguridad de los mercados de derivados y por consiguiente en la mitigación del riesgo sistémico de los mercados financieros, es necesario hacer referencia al desarrollo regulatorio posterior a los lineamientos dados por el G-20 en la cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009 como son: la Ley de Reforma Financiera y Protección al Consumidor “*Dodd Frank Act*” en Estados Unidos de julio de 2010; la Resolución del Parlamento Europeo de junio de 2010 en Europa, y finalmente, el documento del Comité de Supervisión Bancaria del Comité de Basilea de diciembre de 2010 denominado: BASILEA III.

Según los considerandos de las reformas realizadas, durante la crisis se evidenciaron entre otras las siguientes debilidades: (i) fallas de regulación y supervisión en la negociación y postnegociación de instrumentos financieros derivados negociados en el mercado OTC, (ii) falta de transparencia e información pública para poder realizar un análisis de riesgo crediticio adecuado, (iii) desconocimiento del volumen transado y valor en riesgo en instrumentos derivados no estandarizados, (iv) ausencia de sistemas de administración de riesgo de crédito de contraparte adecuados con ausencia de procesos robustos en la administración de mitigantes crediticios por las contrapartes, y (v) baja capacidad del supervisor para evaluar el valor en riesgo del mercado de derivados. Dentro de las soluciones planteadas se consideró relevante contar con repositorios de información a través de la exigencia del registro de dichas operaciones en

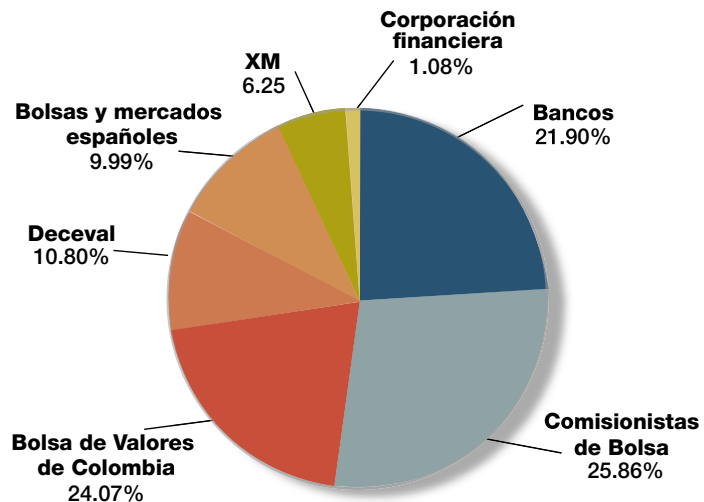
⁷ Bank for International Settlements. Documento Consultivo: Strengthening the resilience of the banking sector. 2009. (72 p.)

sistemas de registro; la incorporación de algún grado de estandarización de los instrumentos, que permita su remisión a una CRCC mitigando el riesgo de contraparte; el fortalecimiento de los requerimientos de capital y de los sistemas de administración de riesgo de crédito de contraparte para los derivados que se decidan compensar por fuera de una CRCC.

En relación con esta última solución, hay que aclarar que aquellas contrapartes catalogadas como participantes importantes para el mercado, que acuerden compensar y liquidar las operaciones de derivados OTC de forma bilateral, deben contar con un sistema de administración de riesgo de contraparte (SARCCO) robusto, que contemple entre otros aspectos, la exigencia de márgenes iniciales mínimos, sin que ellos pueden ser inferiores a los utilizados por una CRCC regulada; procesos de llamados a margen, liquidación (*recouponing*) periódica y un proceso de gerencia de garantías adecuado, incluso recomendando que la gestión de tales garantías se haga a través de un agente externo.⁸

Dentro del contexto citado, las CRCCs han tomado una mayor relevancia, convirtiéndose en un elemento esencial de la cadena de valor de la infraestructura del mercado de capitales, porque al constituirse como vendedor de todo comprador y comprador de todo vendedor a través del proceso de novación: (i) reducen el riesgo sistémico y (ii) generan eficiencias y aportes importantes a los mercados, como son neteo multilateral, garantizar el buen fin de las operaciones, eliminar los colaterales entre las partes, reducir consumos de solvencia y líneas de crédito al ser entidades catalogadas como riesgo de contraparte cero, permitir la negociación en plataformas ciegas y ahorrar procesos operativos y de administración de riesgo. En el caso colombiano, el esquema de CRCC que se ha adoptado basado

**Composición accionaria de la CRCC
(30 accionistas)**



en el modelo español MEFF⁹, llamado de registro único, tiene un beneficio adicional al mantener la segregación de posición, "*variation margin*"¹⁰, y garantías a nivel de cuenta titular.

Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A.

En Colombia, no hemos sido ajenos al proceso de desarrollo de compensación y liquidación con contrapartida central. Es así como a raíz de la Ley 964 de 2005 se crean las CRCCs y se desarrolla un marco regulatorio fundamentado, exigible y completo. La Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. (La Cámara de Riesgo) inicia operaciones el 1º de septiembre de 2008, tiene un capital suscrito y pagado de COP \$40.000 millones (mayo de 2011) y entre sus principales accionistas están (i) la Bolsa de Valores de Colombia, (ii) Deceval, (iii) Bolsas y Mercados Españoles, (iv) XM -Expertos en Mercados, filial de ISA, (v) las sociedades comisionistas de Bolsa, (vi) los bancos y (vii) corporaciones financieras.

La visión de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. es ser reconocida en el año 2014 como el principal administrador de riesgo actuando como contraparte central en la compensación y liquidación de múltiples mercados y productos en Colombia, contribuyendo con su promoción, crecimiento y consolidación.

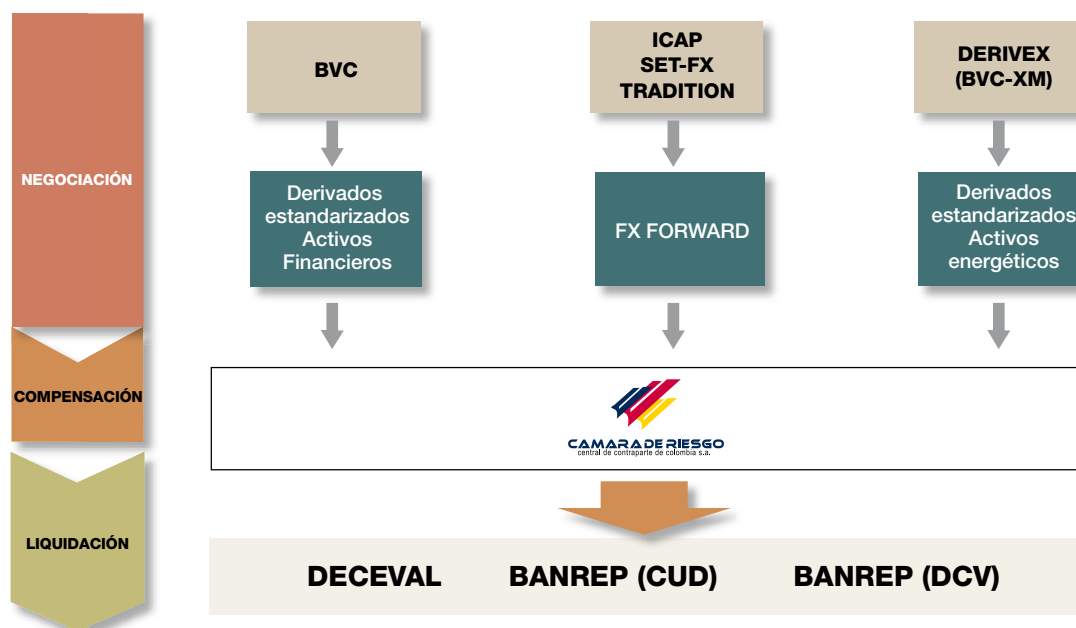
⁸ Junta Directiva de la Reserva Federal y Commodity Futures Trading Commission. Propuestas de márgenes para *swaps* que no se compensen y liquiden en una CRCC. (en línea). 2011. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20110412a.htm> y <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister041211.pdf>.

⁹ Mercado Español de Mercados Financieros.

¹⁰ Se denomina "*variation margin*" a la utilidad o pérdida acumulada en la posición abierta en el derivado.

¹¹ CRCC S.A. Composición Accionaria. Mayo de 2011.

Forward NDF (USD/COP): Forward sin entrega (USD/COP).



A mayo de 2011, la Cámara de Riesgo le está prestando el servicio de compensación y liquidación como contrapartida central al (i) Mercado de Derivados Estandarizados de la Bolsa de Valores de Colombia, (ii) Mercado de Derivados estandarizados sobre “commodities” energéticos que administra Derivex, y a (iii) los diferentes sistemas de negociación de Forward NDF (USD/COP)¹² como son SET-FX, ICAP, TRADITION, esquema de negocio que se puede observar en el cuadro superior.

Actualmente la Cámara de Riesgo tiene 37 miembros vinculados, de los cuales: (i) 18 miembros son sociedades comisionistas de Bolsa, (ii) 11 bancos, (iii) 3 corporaciones financieras, (iv) 3 administradoras de fondos de pensiones y cesantías, (v) 1 fiduciaria y (vi) 1 compañía de financiamiento comercial.

El mercado de derivados compensado y liquidado en la Cámara de Riesgo ha crecido más de diez veces durante el último año en monto compensado y liquidado, llegando a niveles del 5% aproximadamente con respecto al mercado de contado, presentando un potencial muy grande de negocios en el corto/mediano plazo, porque en general a nivel internacional

el volumen negociado en derivados con respecto al mercado de contado es de 3-5 veces mayor.

La Cámara de Riesgo administra el riesgo de Futuros sobre Bono Nacional, TRM, Acciones, Colcap, Electricidad y Forward NDF (USD/COP) negociados en el mercado mostrador “OTC”, con base en el Modelo de Riesgo y Operativo del Mercado Español de Futuros Financieros y calcula las garantías con base en el MEFFCOM2¹³.

En concordancia con el incremento en número de contratos, la Cámara

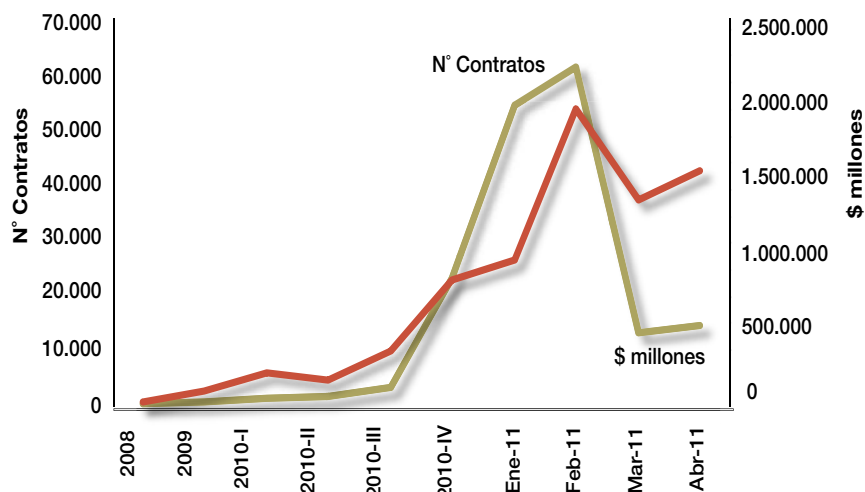
de Riesgo administra una posición abierta “open interest”, de más de \$1.5 billones al 25 de marzo de 2011, como se puede ver en el gráfico inferior.

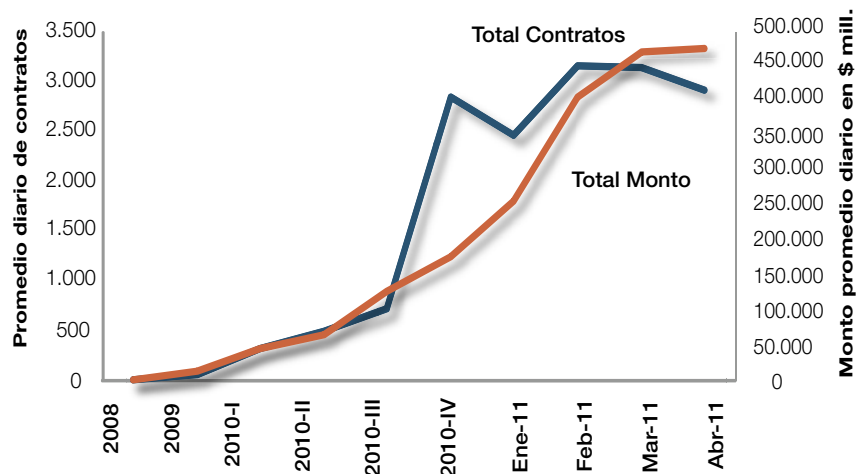
Conclusión

El estado del arte a nivel internacional en el fortalecimiento de la

¹³ MEFFCOM2: procedimiento utilizado por el Mercado Español de Futuros Financieros para el cálculo de garantías.

Posición abierta al finalizar el mes en la CRCC



Evolución de contratos en la CRCC

mercados de contado, cuando a nivel internacional el volumen negociado en los mercados de derivados es varias veces el volumen negociado en el mercado de contado. Aún tenemos retos importantes hacia adelante para continuar consolidando un mercado de derivados en Colombia como son: (i) desarrollo de nuevos productos, (ii) continuar los procesos de alistamiento operativo de los miembros, (iii) vinculación de los inversionistas institucionales y extranjeros al mercado de derivados, y (iv) capacitación, capacitación y capacitación, elemento fundamental en el desarrollo de los mercados¹⁵.

seguridad y eficiencia de los mercados de derivados es generar incentivos para la remisión de sus operaciones a la CRCC con el objetivo de solucionar los problemas detectados con ocasión de la crisis. Para el efecto, en consideración a que la aceptación de operaciones por parte de una CRCC exige un grado de estandarización, en operaciones exóticas o de condiciones realmente hechas a la medida de las partes, respecto de las cuales una CRCC no se pueda interponer, se está proponiendo que al ser mantenidas para su compensación bilateral, los participantes dispongan de un SARCCO similar a los que son empleados por una CRCC.

Sin embargo, es importante resaltar que las CRCCs mitigan el riesgo sistémico del mercado, pero también consolidan el riesgo financiero y operativo, por lo tanto se debe continuar incrementando la “resiliencia” y seguridad de este tipo de entidades.

En Colombia, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. se ha diseñado para ser una empresa multimercado-multiproducto, adoptando un modelo de riesgo y operativo utilizado por el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF), teniendo en cuenta altos estándares internacionales basados

en las recomendaciones del Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación de Basilea y IOSCO¹⁴ para entidades de contrapartida central.

El mercado de derivados ha tenido unos crecimientos muy importantes, pero aún el volumen representa menos del 10% del volumen negociado en los

¹⁴ International Organization of Securities Commissions.

¹⁵ Presentaciones Seminario Anif Mayo de 2009, “Profundización en el Mercado de Capitales: Los Derivados”, realizadas por Luis Acevedo de MEXDER y Álvaro Mendoza de BM&FBOVESPA

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acevedo, L. (2009) Presentación Seminario de Anif: Profundización en el Mercado de Capitales: los Derivados.
- Basel Committee on Banking Supervision, (2009), Strengthening the Resilience of the Banking Sector.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010). Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems.
- Bank for International Settlements, (2009), Quarterly Review: Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives.
- Committee on Payment and Settlement Systems (2011), Proposed Rules for Minimum Margin and Capital Requirements for Certain Dealers and Major Participants in Swaps and Security-Based Swaps.
- Gonzales Pueyo J. (2009), Comisión Nacional del Mercado de Valores: Organización de los Mercados de Deriva-

- dos y las Cámaras de Contrapartida Central.
- Committee on Payment and Settlement Systems (2007). New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives.
- EE.UU. congress. Dodd Frank Act: Ley de Reforma Financiera y Protección al Consumidor. 2010.
- Mendoza, Á. (2009), Presentación Seminario de Anif: Profundización en el Mercado de Capitales: los Derivados.
- Office of the Comptroller of the Currency, Treasury; Board of Governors of The Federal Reserve System; Federal Deposit Insurance Corporation; Farm Credit Administration y The Federal Housing Finance Agency, Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities.
- Parlamento Europeo (2010), Resolución sobre los mercados derivados: acciones futuras.



Emilio Echavarría *

Acciones Colombia

la transformación de una bolsa financiera a una petrolera

La Bolsa de Valores de Colombia ha registrado durante los últimos cinco años un desempeño que la ha ubicado como uno de los mercados con mayor crecimiento de la región en términos de capitalización de mercado y valorizaciones. Este comportamiento puede ser atribuido a múltiples factores, dentro de los que se incluye, sin lugar a dudas, una mejor situación macroeconómica, fundamentada en mejores condiciones de seguridad y estabilidad jurídica que han motivado la expansión de las operaciones productivas y la llegada de Inversión Extranjera Directa (IED) en varios sectores, pero particularmente en uno: minería e hidrocarburos.

Durante los últimos cinco años, el monto de recursos que ha ingresado al país destinado a actividades de exploración y producción de petróleo, gas, carbón y metales se ha duplicado: mientras que en 2005 la IED en estas industrias fue de US\$3.282 millones, a diciembre de 2010 se registró un monto de US\$7.973 millones, cifra similar a la que espera el Grupo Bancolombia para el cierre de 2011 de US\$7.624 millones y que indica la continuidad

en el desarrollo de estos segmentos de la economía (ver cuadro 1).

Aunque en general la extracción de los recursos naturales del país ha suscitado interés en los inversionistas internacionales, ha sido la industria de exploración y producción de hidrocarburos en donde recientemente se han dado los mayores flujos de recursos, situación que está fundamentada en la reestructuración del sector a partir de la creación de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) en 2003, que estableció un marco contractual más claro y favorable para los inversionistas, y que definió a Ecopetrol como una empresa exclusivamente dedicada a actividades petroleras, totalmente desligada de su antiguo rol de entidad reguladora.

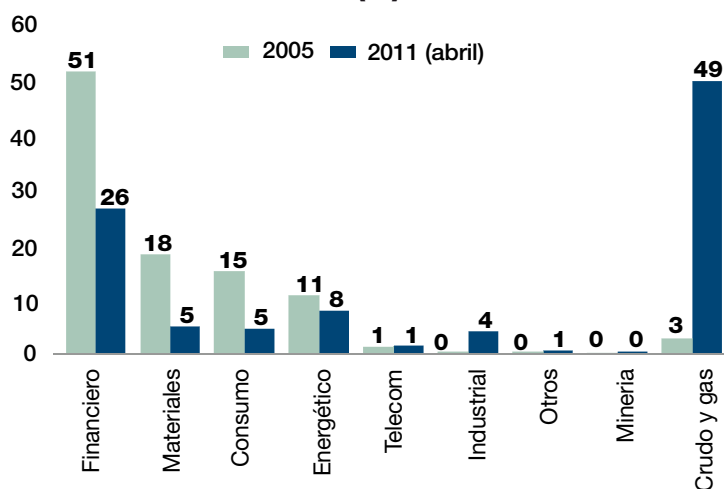
A partir de ese proceso de especialización, crecimiento y optimización de la petrolera estatal colombiana, comienzan a surgir necesidades de financiamiento para poder fondear los ambiciosos proyectos de expansión, tanto en las operaciones de exploración y producción (*Upstream*), como en las de transporte, refinación, petroquímica y biocombustibles (*Downstream*). Es así como a finales del año 2007 se dio de manera exitosa la primera emisión de acciones de Ecopetrol correspondiente al 10.1% del total de acciones en circulación, equivalente

* Presidente de Valores Bancolombia
E-mail: eechavarría@valoresbancolombia.com

Cuadro 1. Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia

(US\$ millones)	2005	2010	2011 (E)
Hidrocarburos y minería	3.282	7.973	7.624
Otros sectores	6.970	1.512	5.253
Total	10.252	9.485	12.877

Fuentes: Banco de la República y Grupo Bancolombia.

Gráfico 1. % IGBC por sector económico: 2005 vs. 2010 (%)

Fuente: Valores Bancolombia con base en datos de la Bolsa de Valores de Colombia.

El potencial de recursos de Colombia en materia de hidrocarburos, las mejores condiciones de seguridad y estabilidad jurídica, así como los precios del petróleo del último año (con proyecciones por encima de US\$100 por barril) y las positivas perspectivas de la industria en términos de producción y reservas, se han reflejado en la tendencia de las acciones del sector.

a \$5.72 billones que posteriormente fueron destinados al desarrollo del plan estratégico de la firma.

El tamaño de la emisión de Ecopetrol (la más grande en la historia del mercado colombiano en términos nominales), junto con favorables resultados operacionales y financieros, hicieron que ya durante el segundo trimestre de 2008 la acción fuera la de mayor ponderación dentro de los índices de referencia (IGBC y Colpac) con una participación cercana al 20%.

Con base en la experiencia de Ecopetrol en el mercado público de valores y en línea con la expansión y el desarrollo del sector de hidrocar-

buros, el 22 de diciembre de 2009, y haciendo uso de la figura de *full listing*¹, entró a la Bolsa colombiana la acción de la compañía petrolera colombo-canadiense Pacific Rubiales Energy (PREC), empresa que ya en ese momento se perfilaba como una de las principales productoras de hidrocarburos del país. Posterior a su inicio de cotizaciones en la BVC, durante el segundo semestre de 2010 la acción de PREC ya había ingresado a los índices de referencia, y para el final de ese año ya contaba con cerca del 14% del Colpac y del IGBC. Actualmente es la especie más líquida del mercado.

La última empresa del sector petrolero que se ha listado en la Bolsa colombiana es la de la compañía colombo-canadiense Canacol (CNEC), que comenzó a transar el día 22 de julio de 2010 y que también utilizó la figura del *full listing*. Esta acción ingresó al índice durante el primer trimestre de 2011 y actualmente participa con el 0.87%.

El auge del sector de hidrocarburos en Colombia y la participación de empresas de ese sector en el mercado local han transformado la estructura y el perfil de la Bolsa colombiana: mientras que en 2005 la mitad del índice IGBC estaba conformado por acciones del sector financiero, a diciembre de 2010 esa proporción era representada por empresas del sector de crudo y gas (ver gráfico 1): la Bolsa de Valores de Colombia pasó en cinco años de ser un mercado financiero a uno petrolero.

Otra evidencia de este cambio ha sido el número de empresas participantes. Mientras que en el año 2005 no había ninguna firma del sector hidrocarburos en la BVC, al cierre de 2010 había tres inscritas (que representaban cerca del 49% del IGBC) y para el año 2011 se espera la entrada de dos más, en donde Petrominerales ya ha confirmado que quedará listada hacia mayo y Houston American Energy está iniciando su proceso en el Registro Nacional de Valores y Emisores².

Es relevante mencionar que el perfil de empresas petroleras que han

¹ Figura a través de la cual una acción emitida en otros mercados puede cotizar en la bolsa colombiana en las mismas condiciones que un título local.

² De acuerdo con información de medios de comunicación

³ Definición propia: empresas de capital privado con menos de 10 años de operación y de tamaño inferior al de estatales petroleras (Ecopetrol-Petrobras), compañías mayor (Occidental, Marathon, Hess) o supermajor (BP, Shell, Chevron).

ingresado a Colombia es particular, en cuanto que corresponde principalmente a petroleras *Junior*³ de capital privado colombo-canadiense, listadas en la Bolsa de Toronto con operaciones enfocadas en América del Sur, mayoritariamente en Colombia. De un total de 21 empresas con ese perfil, solamente dos cotizan en la BVC (Pacific Rubiales y Canacol) y una más se encuentra en proceso de inscripción (Petrominerales). Este dato indica que existe un gran potencial para que nuevas firmas del sector ingresen a la Bolsa local, la cual ha mostrado un gran apetito por parte de los inversionistas hacia títulos de esa industria.

Con base en la experiencia del sector de hidrocarburos es posible estimar que el sector de minería puede tener un comportamiento similar en términos de expansión y de inscripción de nuevas acciones en la Bolsa local. El perfil de estas empresas es similar al de las petroleras, es decir, firmas con un inicio reciente de operaciones, listadas en la Bolsa de baja capitalización de Toronto (TSX-V) y con actividades enfocadas en América del Sur y particularmente en Colombia.

Aunque actualmente sólo una empresa minera tiene presencia en la BVC (Mineros S. A), y es de capital nacional, compañías como Greystar, Medoro Resources, B2Gold y MPX, entre otras, han manifestado su interés de listarse en el mercado accionario local, situación que está supeditada al desarrollo favorable de sus operaciones en el país, que a su vez depende en gran medida del balance que haga el Gobierno Nacional entre la sostenibilidad ambiental y la explotación de los recursos minerales.

Cabe anotar que, dadas estas expectativas de entrada de nuevos participantes en el mercado local, es importante que cada inversionista se informe extensamente sobre el perfil y el desempeño de aquellas empresas en donde quiera tener exposición,

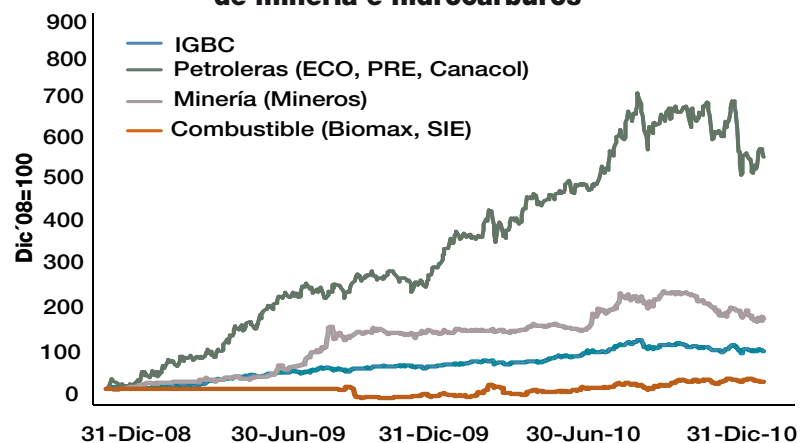


toda vez que existen desde compañías nacientes únicamente con proyectos exploratorios, es decir, sin producción y consecuentemente sin flujo de caja ni utilidades, hasta firmas sólidas que se encuentran dentro de los principales productores de hidrocarburos o minerales en el país. La aversión o propensión al riesgo de cada inversionista definirá entonces en qué acciones tomar posiciones.

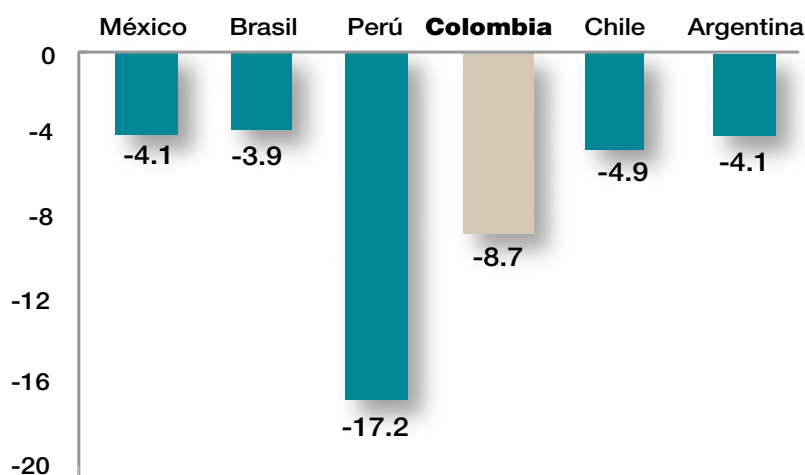
El potencial de recursos de Colombia en materia de hidrocarburos, las mejores condiciones de seguridad y estabilidad jurídica, así como los precios del petróleo del último año (con proyecciones por encima de US\$100 por barril) y las positivas perspectivas de la industria en términos de producción y reservas, se han reflejado en la tendencia de las acciones del sector. De esta manera, durante el año 2009 la variación en el precio de las acciones petroleras en la BVC fue del 314%⁴, mientras que en 2010 fue del 71%, superando consistentemente al mercado, como se puede apreciar en el gráfico 2.

⁴ Calculado en el caso de Pacific Rubiales y Canacol a partir de los precios registrados en la Bolsa de Toronto.

Gráfico 2. Desempeño de las acciones del sector de minería e hidrocarburos



Fuente: Valores Bancolombia con base en datos de la Bolsa de Valores de Colombia.

**Gráfico 3. Rentabilidad de las bolsas de la región
(Enero - abril 15 de 2011)**

Fuente: Valores Bancolombia con datos de Bloomberg.

En lo corrido de 2011, las acciones de empresas de hidrocarburos han retrocedido en cerca de un 17%. Aunque en general todos los mercados de la región mostraron un comportamiento bajista durante el primer trimestre del año, la Bolsa colombiana fue la que más se desvalorizó, a excepción de la Bolsa de Perú (en donde los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales afectaron negativamente al mercado accionario). Esta dinámica es consistente con una

mayor concentración en acciones de firmas petroleras que muestran una relación más que proporcional con los movimientos del mercado (mayor beta); es decir, cuando la Bolsa sube, las acciones de esta industria suben en una mayor proporción, pero cuando cae, también lo hacen a un mayor ritmo.

Este mismo comportamiento se presenta en las acciones mineras, por lo que es previsible que en la medida en que la participación de las empresas de los sectores de explotación

de recursos naturales se incremente en la BVC, la volatilidad también aumente y el perfil del mercado local atraiga a inversionistas un poco más agresivos que busquen capturar las rentabilidades de estas actividades. En este sentido es importante mencionar que a pesar de la corrección presentada por la Bolsa colombiana durante el primer trimestre del año, los fundamentales de las compañías petroleras continúan mostrando un sólido desempeño, lo que, junto con el precio actual y las perspectivas del petróleo para el año, abre oportunidades de entrada para aquellos inversionistas que quieran asumir exposición a este sector.

En general, y como se puede observar en la siguiente tabla, las acciones de petroleras que cotizan en la BVC mostraron durante el año 2010 una valorización promedio del 71% y las expectativas de ganancia promedio, de acuerdo con los precios objetivo para el cierre de 2011, son del 31%. Este comportamiento favorable debería empezar a materializarse con la publicación de resultados financieros del primer trimestre, los cuales ya incluirían el impacto positivo de mayores precios del petróleo a los estimados para el comienzo de 2011 y mejores volúmenes de producción.

Cuadro 2. Potencial de valorización estimado de acciones petroleras de la BVC para 2011

Empresa	Precio de mercado 15 abril	Precio objetivo 2011(E)	Potencial de valorización	Var.% 2010	Var.% YTD
Canacol Energy (CAD)	1.29	1.84	43%	142%	-18%
Pacific Rubiales (CAD) *	28.01	36.96	32%	118%	-17%
Petrominerales (CAD) **	33.4	45.19	35%	76%	1%
Ecopetrol (COP) *	3.670	4.390	20%	65%	-10%
PROMEDIO			31%	71%	-17%

(*) Precios Objetivo de Valores Bancolombia (**) Aún no ha ingresado a la BVC, pero se estima que esté listada en mayo.

Fuentes: Valores Bancolombia y Bloomberg.

Partiendo de la nueva realidad de la BVC, con una alta participación de petroleras y expectativas de ingreso y dinamismo de mineras, la Bolsa colombiana encaja cómodamente dentro del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), dado que complementa muy bien la estructura sectorial de las bolsas de Chile y Perú. Mientras que la primera corresponde a un mercado más diversificado, pero con preponderancia de los títulos financieros, energéticos y de consumo, la segunda está concentrada en acciones mineras y del sector de la construcción. Colombia con su perfil de hidrocarburos aumenta las alternativas para los inversionistas de la región, quienes podrán optimizar sus portafolios al diversificar ampliamente sus exposiciones por país y por industria (ver gráficos 4, 5 y 6).

Conclusiones

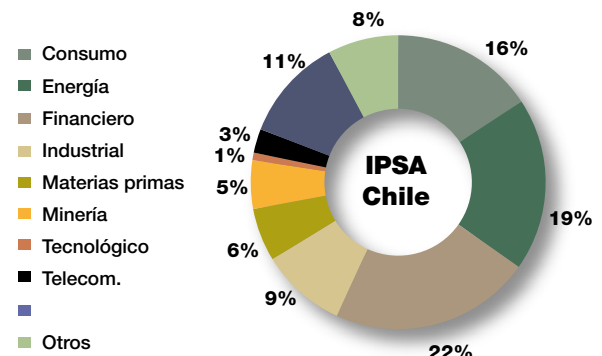
El desarrollo del sector de minería e hidrocarburos, sustentado en mejores condiciones de seguridad y estabilidad jurídica, así como la reestructuración del sector de hidrocarburos, sirvieron como punto de partida para que el mercado accionario colombiano cambiara en cinco años su estructura desde una bolsa financiera a una bolsa petrolera.

Las implicaciones de este cambio se pueden ver evidenciadas en un mayor dinamismo del mercado en términos de empresas inscritas, volúmenes de negociación e inversionistas, así como en una volatilidad más pronunciada de los retornos asociada a una mayor exposición al precio internacional del crudo y a las particularidades y riesgos de la actividad petrolera. Esta situación se ha materializado en valorizaciones que han superado ampliamente los índices durante los últimos dos años, pero que a su vez han redundado en caídas más pronunciadas durante el primer trimestre de 2011.

Las perspectivas en cuanto al sector de hidrocarburos y minería hacen previsible la entrada de nuevos participantes en la Bolsa local. Esta nueva realidad supone para los inversionistas una labor más rigurosa en cuanto al análisis de aquellas nuevas empresas inscritas, puesto que si bien existe un mayor potencial de ganancia que en otras industrias más defensivas (consumo, financiera, energética), también hay muchos más elementos para evaluar.

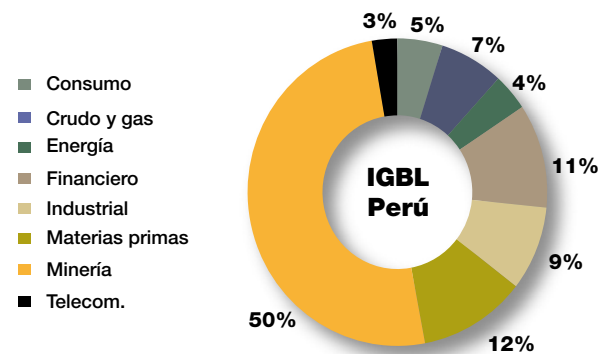
La composición sectorial actual de la Bolsa de Valores de Colombia complementa la estructura del Mercado Integrado Latinoamericano, en la medida en que le otorga a los inversionistas regionales y mundiales la posibilidad de tener posiciones en el sector de hidrocarburos y diversificar su cartera de activos en conjunto con la atomización de la Bolsa de Santiago y la concentración en minería de la Bolsa de Lima.

Gráfico 4. Estructura Bolsa de Chile



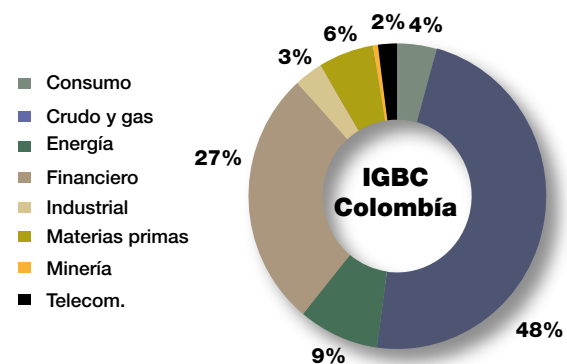
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico 5. Estructura Bolsa de Perú



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

Gráfico 6. Estructura Bolsa de Colombia



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.



Reforma pensional, solidaridad y pasivos contingentes *

A pesar de llevar más de quince años propugnando por expandir la cobertura pensional y queriendo combatir la pobreza absoluta en la vejez, en Colombia la cobertura pensional sigue estancada en el rango 25%-30% de la PEA. Estas son las mismas cifras observadas cuando se aprobó la Ley 100 de 1993. Peor aún, la alta informalidad causada por elevadas contribuciones sobre la nómina (incrementando hasta en un 60% su costo para la firma) ha propiciado una “pauperización” de dichas cotizaciones, donde hoy el grueso se acerca al rango 1-4 SMLs.

La paradoja está en que con bajas coberturas y elevada informalidad, los aportes presupuestales para atender las pensiones ya comprometen el 4%-5% del PIB por año, es decir, un tercio de los ingresos tributarios. Ésta es una señal de subsidios excesivos para una minoría, el grueso de ellos asociado a la elite del sector público. En particular, la rama judicial se ha empeñado en mantener el *statu quo*, desconociendo las leyes e inclusive las reformas constitucionales que establecieron el fin de sus tratamientos preferenciales.

De tiempo atrás se viene sugiriendo que la solución estaría en establecer un

sistema de pilar “solidario”. La mala noticia es que algo de esto ya tenemos en Colombia y, lejos de funcionar, lo que ha propiciado es más “impuestos puros” (contribuciones que disuaden al ahorrador, pues no van a engrosar su cuenta de ahorros). Como veremos, en Colombia actualmente tan sólo un 62% de la contribución pensional (en los estratos altos) va a alimentar la cuenta de ahorros individual, mientras que en Chile se ha mantenido en el 80%. Allí está el resultado de haber recurrido a “solidaridades crecientes” que agravan el problema de la parafiscalidad, en vez de focalizar este problema desde el presupuesto de la Nación y de fondeos por la vía de la tributación general.

En esta nota analizaremos lo ocurrido con el llamado “pilar solidario” en Chile y las perspectivas del régimen pensional colombiano. El mensaje fundamental es que la búsqueda de mayor solidaridad contributiva inducirá aún más informalidad, agravando el problema. Ésta ha sido la historia de las dos últimas décadas en Colombia y ya va siendo hora de aprender las lecciones.

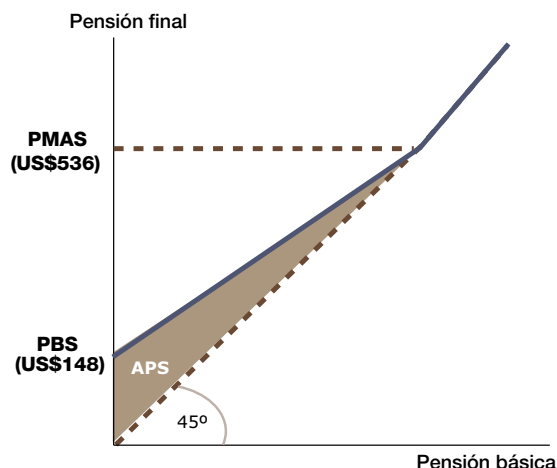
¿Qué hizo Chile para evitar los riesgos fiscales y generar solidaridad?

Primero, se cerró totalmente el régimen público, pues era fiscalmente insostenible e inequitativo socialmente hablando. Segundo, se desarrolló el mercado de capitales, se adoptó un esquema de *multifondos* para ofrecer mejores rentabilidades y se fueron reduciendo las comisiones una vez que maduró el sistema; y, tercero, se acaba de establecer un sistema de “pilar solidario”, a través del presupuesto público (no en las nóminas), donde el Estado acompaña las contribuciones de los más pobres para asegurarles una pensión que evite que caigan en la pobreza durante la edad madura.

La reciente experiencia de Chile con el “pilar solidario”

Han pasado ya treinta años desde que Chile decidió cerrar su Régimen de Prima Media (RPM) e instauró el Régimen de Ahorro Individual (RAI). Gracias a su gran disciplina fiscal, Chile ha podido absorber los faltantes fiscales

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1066 del 28 de marzo de 2011

Gráfico 1. Sistema de pensiones de vejez de Chile

PMAS: Pensión máxima con APS.

PBS: Pensión básica solidaria de vejez.

Fuente: Melguizo, Muñoz, Tuesta y Vial (2009).

que dejó el RPM (con pagos del 2%-4% del PIB) y, aun así, obtuvo superávits fiscales estructurales del orden del 1% del PIB por año. Adicionalmente, el ahorro canalizado a través de las AFPs ya suma cerca del 67% del PIB.

Sin embargo, el problema que ha surgido es que el monto de las pensiones que se están otorgando en Chile es reducido, especialmente entre quienes no ha existido ahorro complementario. Al igual que ocurre en casi toda América Latina, la elevada informalidad se ha traducido en bajas densidades de cotización. De allí que se viera la necesidad de reforzar los sistemas de solidaridad, pero por la vía presupuestal, no elevando los subsidios cruzados a través de la nómina.

En efecto, después de cuidadosos estudios durante 2006-2008, se reforzó el sistema pensional de Chile a través de esquemas solidarios financiados por la vía presupuestal. Se ha establecido una *pensión básica solidaria de vejez* (PBS), equivalente a US\$148 mensuales de 2010 (equivalente al 47% del Salario Mínimo Mensual, SML). A la PBS se puede acceder si: i) se es mayor de 65 años; ii) se pertenece al 60% más pobre del país; y iii) no se cuenta con ninguna otra pensión.

De otra parte, el gobierno entregará un *aporte previsional solidario* (APS) a aquellos que estén cotizando al sistema y cuya masa ahorrada no alcance siquiera a la PBS de US\$148/mes. Se trata de un aporte variable diseñado para ir cerrando la brecha frente a la PBS, pero también para ir estimulando las cotizaciones a través de *pari passu* hasta llegar a la *pensión máxima con APS* (PMAS), equivalente a US\$536 de 2010 (un 160% del SML), ver gráfico 1.

Éstos son los lujos de solidaridad que se puede dar un país que, como Chile, ha hecho la tarea de estabilizar

sus cuentas fiscales y asegurar crecimientos sostenidos del orden del 6% anual (Melguizo, *et al.*, 2009, “Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile”). Se estima que el costo fiscal de haber implementado el Sistema de Pensiones Solidarias alcanzaría un valor máximo del 1% del PIB anual en 2016. Este sistema beneficiaría a casi un millón de ancianos chilenos y a algunos discapacitados (ver gráfico 2).

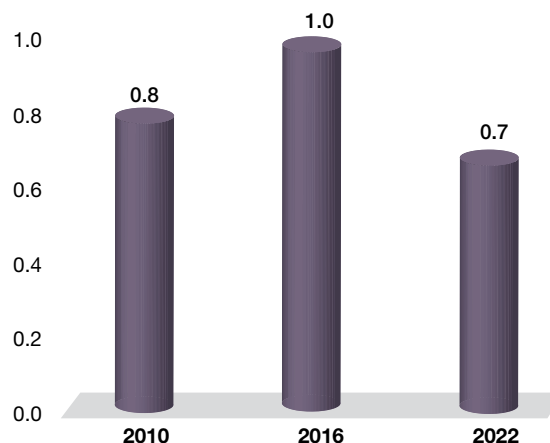
Subsidios cruzados y solidaridad en Colombia

Además de la competencia “desleal” que implica el sistema dual de RPM frente al RAI en Colombia, se ha montado una maraña de “subsidios cruzados” a través de la nómina salarial, lo cual induce informalidad. Corregirla supone trabajar en la vía de: 1) reducir los impuestos a la nómina, y 2) reestructurar las cargas entre firma y trabajador.

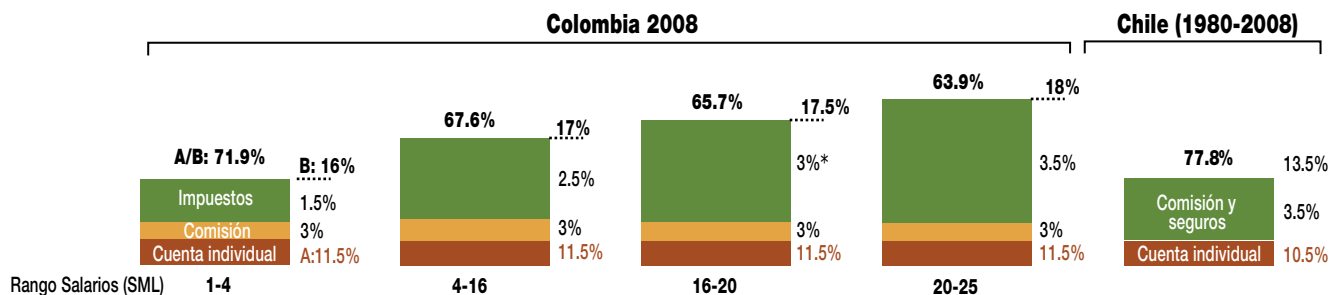
Cabe recordar que en Chile se eliminaron los

pagos a la nómina en cabeza de la firma desde principios de los años ochenta. En cambio, en Colombia se han ido elevando hasta alcanzar el 55% (con incrementos de 10 puntos porcentuales durante 1993-2008). En Chile, el trabajador paga el 13.5% como contribución pensional, donde el 10.5% (78% del total) va a su cuenta y el 3% restante paga seguros y comisiones. En Colombia, los trabajadores de bajo salario (hasta 4 SMLs) contribuyen a pensiones con un 16%, donde la firma aporta el 75%. Sin embargo, sólo un 72% de dichos aportes totales alimenta su cuenta pensional. Más grave aún, los trabajadores de alto salario están sujetos a elevados subsidios cruzados (“impuestos puros”), lo cual hace que sólo el 64% de sus aportes vaya a su cuenta pensional (ver gráfico 3).

Hasta 4 SMLs, el aporte pensional totaliza un 16% del ingreso base de liquidación (IBL). Esto implica que la relación ahorro/aporte es del 71.9% ($=11.5/16$), cifra en todo caso inferior al 77.8% observado en Chile ($=10.5/14.5$). Pero para el rango 4-16 SMLs, la relación ahorro/aporte se reduce al 67.6% ($=11.5/17$), ya que la cotización se eleva del 16% al 17%,

Gráfico 2. Proyección de gasto del sistema de pensiones solidarias en Chile (% del PIB)

Fuente: Melguizo, Muñoz, Tuesta y Vial (2009).

Gráfico 3. Razón aportes a cuenta individual/Total aportes (según niveles de salario, SML)

* Utilizando un aporte promedio a la subcuenta que subsidia a los ancianos pobres dentro del FSP del 0.5%
Fuente: elaboración Anif con base en Ley 100 de 1993 y Ley 797 de 2003

al cobrarse “impuestos” destinados al Fondo de Solidaridad (0.5%) y a ancianos pobres (0.5%). Los salarios entre 16 y 20 SMLs aportan entre un 0.2% y un 0.8% para el subsidio de los ancianos pobres, por lo que su cotización total varía entre el 17.2% y el 17.8%, lo que significa que la relación ahorro/aporte fluctúa entre el 66.9% y el 64.6%. Para los salarios superiores a 20 SMLs, la relación ahorro/aporte baja aún más, al 63.9% (=11.5/18), por cuenta de un “impuesto” adicional del 1% también destinado a los ancianos pobres. Así, los precios están mal alineados y constituyen un desincentivo para las empresas formales y para los contribuyentes con salarios superiores a los 4 SMLs.

Dicho de otra manera, en Colombia se ha usado erradamente el sistema de contribuciones pensionales para cobrar “impuestos de solidaridad” de todo tipo, haciendo que la relación ahorro/aporte fluctúe en el rango 64%-72%, bien por debajo del casi 80% que se tiene en Chile. Todo esto afecta negativamente los ahorros pensionales de largo plazo de los colombianos a medida que suben en su escala salarial, e induce alta informalidad laboral y bajas densidades de las cotizaciones pensionales (equivalentes a tan sólo el 50% del tiempo que están en el mercado laboral).

Entre tanto, para incrementar la fidelidad al sistema pensional en


Colombia se requiere también una mejor repartición de las cargas a nivel de firma/empleador. Tal como se hizo con ocasión de la Ley 50 de 1990 (desmonte de la retroactividad de las cesantías), los salarios de los trabajadores deberían incrementarse por una sola vez para que la proporción de las obligaciones de seguridad social firma/empleador fuera del 50%-50% frente al 75%-25% actual. Esto evitaría que los “cuenta-propia” y las cooperativas de trabajo se vuelvan la norma laboral, donde el acceso a la seguridad social es reducida.

Conclusiones

Un sistema pensional eficiente se basa en la capacidad de ofrecer jubilaciones reduciendo la exposición de los recursos del Estado. Si bien en Colombia se implementó el RAI, la competencia “desleal” del régimen público (lleno de subsidios implícitos) y las bajas coberturas y densidades claman por reformas de fondo. Pensar en recurrir al Sistema de los Beneficios Económicos Periódicos para replicar el sistema solidario de Chile sería un craso error (ver *Informe Semanal* No. 986 de julio de 2009).

Lo que se requiere es incrementar la formalidad, la densidad de las cotizaciones y realizar importantes ajustes paramétricos. Inicialmente, el

Plan Nacional de Desarrollo proponía elevar la edad de pensión de 57/62 a 62/65 años para mujeres/hombres. Se trataba de una propuesta tímida, pues el horizonte de ajuste era de treinta años. Ahora el gobierno ha dicho que lo que se propone (en realidad) es impulsar una reforma pensional integral. Para que así sea, ella debería abordar a fondo: i) el marchitamiento del Régimen de Prima Media (cierre para nuevos contribuyentes); ii) la reducción de las tasas de reemplazo de niveles del 65%-70% al 45%-50%, eliminando los subsidios remanentes, y iii) elevar las edades de pensión en un horizonte no superior a tres años, llevándolas a 62/65 años, y anclándolas (por fórmula) a los progresos en la esperanza de vida. A nivel micro y laboral se requiere: 1) reducir los impuestos a la nómina, y 2) reestructurar las cargas entre firma y trabajador.

Cabe recordar que Colombia enfrenta un multiplicador de deuda contingente de seis veces su deuda cierta. La administración Santos debe abandonar la visión miope de sólo mostrar las ganancias de “caja” por cuenta de la reversión de las AFPs hacia el ISS (\$3.7 billones, un 0.7% del PIB en años recientes), para contabilizar el creciente desbalance fiscal que todo el RPM está causando para las futuras generaciones de contribuyentes. 

Impuesto al Patrimonio y distorsiones económicas *



A pesar del reconocimiento técnico de que se trata de malos vehículos de recaudo tributario, por las graves distorsiones económicas que generan, la administración Uribe I-II (2002-2010) y ahora la de Santos (2010) se han embarcado en procesos de extensión y profundización del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) y del Impuesto Patrimonial (IP).

Como es bien sabido, el ITF ha impedido en Colombia una mayor profundización financiera. Aun después de un ciclo de recuperación económica (2003-2010), la relación cartera/PIB continúa estancada en niveles pre-crisis del orden del 34%. Aunque se anunció el desmonte gradual del ITF (Ley 1430 de 2010), sus perniciosos efectos estarán allí hasta el año 2018.

De forma similar, el IP se ha venido “perpetuando” bajo diferentes modalidades desde 1993, y, para el período 2011-2014, ha tomado la peligrosa forma de sobretasas al ya existente (Ley 1370 de 2009). Si bien este IP se ha justificado bajo el argumento de que la valorización patrimonial (supuestamente resultante de la Seguridad Democrática) debe compartirse a través de dicho gravamen, se olvida que éste constituye una “renta presuntiva” que afecta en cascada lo que ya se está pagando por la vía del impuesto.

Como veremos, este gravamen pudo tener una justificación temporal en 2002-2006, pero ahora se ha extendido para diversos propósitos, incluyendo las calamidades invernales del Decreto-Ley 4580 de 2010 (tal como había ocurrido con el ITF en 1999). El problema es que éste afecta especialmente los proyectos intensivos en capital aplicados a la infraestructura, los que tanto dice el gobierno que deberían estarse promoviendo. De forma similar, dicho IP y el reforzamiento del ITF afectarán al sector financiero, intensivo en activos patrimoniales. Así, infortunadamente, las posibilidades de que Colombia progrese en bancarización y profundización financiera, durante 2011-2014, lucen más bien opacas.

Impuesto Patrimonial: Ley 1370 de diciembre de 2009

El Impuesto al Patrimonio (IP) ha sido una fuente importante de financiamiento de equipos para la defensa y seguridad del país. La idea era que se trataba de un gravamen temporal para allegar equipos modernos que permitieran combatir la delincuencia; por su naturaleza, no han debido volverse entonces gastos recurrentes. Empero, todo parece indicar que así ha ocurrido.

Durante el gobierno Gaviria (1990-1994) se denominaron “Bonos para el desarrollo social-seguridad interna”; bajo Samper (1994-1998) “Bonos para la seguridad”; durante Pastrana (1998-2002) “Bonos de paz”. Inicialmente eran sobretasas a las utilidades empresariales y después se viró al concepto de Impuesto Patrimonial (IP) bajo la administración Uribe I-II (2002-2010), ver *Informe Semanal* No. 1016 de marzo de 2010.

En sus inicios, se fijó una tasa del 1.2% sobre una base amplia (patrimonios superiores a \$170 millones). Después se extendió a una tasa más baja (0.3%) y se restringió a patrimonios superiores a \$3.000 millones (netos del valor de la vivienda de habitación).

La Ley 1370 de diciembre de 2009 elevó la tasa a niveles del 2.4% y el 4.8% para patrimonios superiores a \$3.000 y \$5.000 millones, respectivamente. Pero dicha tasa se aplicó por una sola vez a dichos patrimonios, luego su equivalente anual se reduce a tasas del 0.6% y el 1.2%. Se trata de 8 pagos semestrales cubriendo el período 2011-2014, a partir de una única lectura del patrimonio al 31 de diciembre de 2010. Con ello se buscaba asegurar recursos anuales por

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1064 del 14 de marzo de 2011

un 0.5% del PIB (unos \$2.6 billones de 2010). Su objetivo, nuevamente, era financiar gastos de reforzamiento de la Seguridad Democrática.

Las distorsiones económicas de este tipo de tributos se vieron agravadas: i) el IP se ha vuelto cuasi permanente (cubriendo más de dos décadas, bajo diversas modalidades); ii) se castigaron por esta vía no sólo las tenencias de riqueza de las personas naturales, sino que se afectan las inversiones productivas, especialmente aquellas intensivas en capital, como las minero-energéticas, y iii) la combinación de tasas de impropormenta (33%) con elevadas tasas del 1.2% anual sobre el patrimonio arrojaba tasas efectivas de tributación hasta del 45%.

Al carecerse de una base amplia de gravámenes y al constatar niveles de tributación elevados (combinando impropormenta y el IP), se crea el expediente

perfecto para que los empresarios busquen “equilibrar” las cargas a través de todo tipo de exenciones tributarias. Esto añade injuria a un dolor tributario de manejos antitécnicos en Colombia.

La Emergencia Económica de diciembre de 2010

Las inundaciones de finales de 2010 se pueden catalogar como el “Katrina colombiano,” sólo que en la realidad es mucho más grave: afectó al 5% de la población (2.2 millones), se explayó a cerca de la mitad del territorio habitado y requerirá gastos adicionales por más del 2% del PIB.

Las medidas adoptadas bajo la Emergencia Económica cobijan: i) expropiación de terrenos por la vía administrativa para agilizar las obras; ii) reformas a las CARs tendientes a

redireccionar los aportes del sector eléctrico; iii) enajenación del 10% adicional de Ecopetrol (Decreto 4820 de 2010), y iv) la adopción de una sobretasa al IP (Decreto 4825 de 2010), entre otras medidas.

Con relación a esta última medida, tenemos que la base gravable del IP se amplió al rango \$1.000-\$3.000 millones. A los patrimonios entre \$1.000 y \$2.000 millones se les aplicará una tasa anual del 0.25% y a los que se encuentren entre \$2.000 y \$3.000 millones una tasa anual del 0.35%. Adicionalmente se generaron sobretasas del 0.15% anual para los patrimonios en el rango \$3.000-\$5.000 millones y del 0.3% anual para aquellos superiores a los \$5.000 millones. Como ya comentamos, los patrimonios netos superiores a los \$3.000 millones ya venían afectados por la Ley 1370 de 2009. Esto quiere decir que al computar la tasa y la sobretasa, éstos quedaron

Cuadro 1. Impuesto al Patrimonio según Ley 1370 de 2009

Patrimonio (\$MM)	Tasa(%)	Personas			Recaudo (\$MM)			Recaudo (% PIB)		
		Jur.	Nat.	Total	Jur.	Nat.	Total	Jur.	Nat.	Total
3-5	2.4	3.667	1.400	5.067	435	166	601	0.08%	0.03%	0.11%
>5	4.8	1.571	533	2.104	1.492	506	1.999	0.28%	0.09%	0.37%
Total		5.238	1.933	7.171	1.928	672	2.600	0.36%	0.12%	0.48%

Cuadro 2. Sobretasa al Impuesto al Patrimonio (Decreto-Ley 4825 de 2010)

Patrimonio (\$MM)	Tasa(%)	Personas			Recaudo (\$MM)			Recaudo (% PIB)		
		Jur.	Nat.	Total	Jur.	Nat.	Total	Jur.	Nat.	Total
1-2	1	3.500	20.000	23.500	45	260	305	0.01%	0.05%	0.06%
2-3	1.4	3.500	6.000	9.500	106	182	288	0.02%	0.03%	0.05%
3-4	0.6	3.667	1.400	5.067	91	35	126	0.02%	0.01%	0.02%
>5	1.2	1.571	533	2.104	90	31	121	0.02%	0.01%	0.02%
Total		12.238	27.933	40.171	333	507	840	0.06%	0.09%	0.16%

Cuadro 3. Consolidado del Impuesto al Patrimonio (Ley 1370 de 2009 + Decreto-Ley 4825 de 2010)

(% PIB) Patrimonio (\$MM) Tasa(%)		Personas			Recaudo (\$MM)			Recaudo		
		Jur.	Nat.	Total	Jur.	Nat.	Total	Jur.	Nat.	Total
1-2	1	3.500	20.000	23.500	45	260	305	0.01%	0.05%	0.06%
2-3	1.4	3.500	6.000	9.500	106	182	288	0.02%	0.03%	0.05%
3-4	3	3.667	1.400	5.067	526	201	727	0.10%	0.04%	0.13%
>5	6	1.571	533	2.104	1.582	537	2.119	0.29%	0.10%	0.39%
Total		12.238	27.933	40.171	2.260	1.180	3.440	0.42%	0.22%	0.64%

Fuentes: cálculos Anif con base en Confis-DGPM, Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), y Dian.

pagando un 0.75% anual en el rango \$3.000-\$5.000 millones y un 1.5% anual en los superiores a los \$5.000 millones.

Curiosamente, la ampliación de la base del Impuesto Patrimonial al rango \$1.000-\$3.000 millones tan sólo vinculó a 33.000 nuevos contribuyentes de un total de 20 millones de trabajadores activos. No debe entonces sorprendernos que el recaudo adicional esperado por cuenta de la sobretasa y la ampliación de la base patrimonial tan sólo vaya a aportar unos \$800.000 millones por año durante 2011-2014. Es entonces evidente que existe un grave problema de “dilución patrimonial”, que el gobierno está en mora de corregir a través de volver a activar su (anteriormente) exitoso Programa Muisca.

Estos \$800.000 millones destinados a reparar daños invernales vienen a sumarse al recaudo esperado de \$2.6 billones por año (0.5% del PIB) de la Ley 1370 de 2009, destinados a reforzar la Seguridad Democrática (ver cuadros 1 a 3). La totalidad de los recursos del Impuesto Patrimonial asciende entonces a \$3.4 billones por año (0.6% del PIB) durante 2011-2014.

¿Cuál es el impacto en la estructura tributaria que causa este Impuesto Patrimonial? Claramente se trata de un efecto que actúa en cascada, a la hora de expresarlo en términos de su equivalente en tasa de imponible. Baste suponer que una firma genera al año una utilidad del

10% sobre su patrimonio neto. Dicha utilidad se estará gravando en su doble condición de provenir del patrimonio que la genera (sujeta a sobretasas y a la Ley 1370 de 2009) y de ser sujeto del imponible a la tasa “normal” del 33% (Ley 1111 de 2006).

Hemos calculado que dicho Impuesto Patrimonial, al desaparecer la gavela del 30%-40% por reinversión de utilidades, estaría elevando la tasa efectiva de tributación del 37.1% del período 2007-2010 al 48% durante 2011-2014 para los patrimonios más elevados donde se encuentran las empresas de mayor tamaño (ver cuadro 4). Respecto de lo que ocurría en el período 2007-2010, los individuos y firmas con patrimonios en el rango \$1.000-\$3.000 millones verán incrementadas sus tasas efectivas, pero vimos que ellas no superan las 33.000 señalando el grave problema de elusión que ya comentamos.


Conclusiones

Hemos visto cómo en Colombia se han venido “perpetuando” impuestos antitécnicos, tales como el ITF y ahora el IP. Este último ha tomado diferentes ropajes desde 1993 y, para el período 2011-2014, ha tomado la peligrosa forma de sobretasas al ya existente (Ley 1370 de 2009). Si bien este IP se ha justificado bajo el argumento

de que la valorización patrimonial (supuestamente resultante de la Seguridad Democrática) debe compartirse a través de dicho gravamen, se olvida que éste constituye una “renta presuntiva” que afecta en cascada lo que ya se está pagando por la vía del imponible.

Es entonces decepcionante constatar que todos estos impuestos antitécnicos en realidad drenan la relación recaudo/PIB en Colombia, ahora tan baja como un 13% frente a una media del 17% en la región.

Apesar del reconocimiento técnico de que el ITF y el IP son malos vehículos de recaudo tributario, por las graves distorsiones económicas que generan, la administración Santos (2010) está cometiendo errores similares a los de sus antecesores. Las tres reformas tributarias recientes (Ley 1370 de 2009, Ley 1430 de 2010 y Decreto-Ley 4825 de 2010) en realidad nos han venido alejando cada vez más de una estructura tributaria óptima. Lo más grave de todo es que ello está drenando la base gravable, induciendo la informalidad y la dilución patrimonial, al tiempo que se ha estancado la relación recaudo/PIB en niveles de tan sólo el 13% frente a un referente del 17% en la región.

Presidente Santos y equipo económico: ¿la reforma tributaria estructural, si no es ahora con márgenes de aprobación en las encuestas del 70%, entonces para cuándo? 

Cuadro 4. Tasas efectivas de tributación en Colombia*

	2004-2006 (1)	2007-2010 (2)	2011-2014 (3)	Diferencias: (4)=(3)-(1)
Tasa de gravamen				
Impuesto de Renta	38.5	33.0	33.0	-5.5
Impuesto al Patrimonio	0.3	1.2	0.25 a 1.5	-0.05 a +1.2
Tasa de Reinversión	30.0	40.0	0.0	-30.0
Empresas no sujetas a Impuesto al Patrimonio (20% de activos)				
A. Con reinversión de utilidades	31.6	25.1	N.A.	N.A.
B. Sin reinversión de utilidades	38.5	33.0	33.0	-5.5
Empresas sujetas a Impuesto al Patrimonio (80% de activos)**				
C. Con reinversión de utilidades	34.6	37.1	N.A.	N.A.
D. Sin reinversión de utilidades	41.5	45.0	35.5 a 48	-6 a +6.5

* Según leyes 863 de 2003, 1111 de 2006, 1370 de 2009 y Decreto-Ley 4825 de 2010. ** Empresas con patrimonio superior a \$1.000 millones. Fuentes: Ministerio de Hacienda, Dian y cálculos Anif.



Construyendo la infraestructura para la prosperidad

ENTREVISTA

al ministro de Transporte

Germán Cardona

CARTA FINANCIERA. Bienvenido a Carta Financiera señor ministro. Llega usted a la cartera de transporte y obras públicas en momentos en que es evidente que la infraestructura del país está bastante atrasada, “apagada” para usar su expresión. ¿En que áreas de la infraestructura relacionada con el transporte ve usted mayor “oscuridad” y qué planes tiene para “darle mayor claridad estratégica y operativa” a su sector?

GERMÁN CARDONA. Muchas gracias por la invitación a participar en esta entrevista. Yo creo que en general tenemos un apagón de la infraestructura en la mayoría de los sectores de infraestructura de transporte, pero especialmente en el sector de la infraestructura vial.

Desde el punto de vista de la infraestructura vial, es cierto que este país, en los últimos años, pasó de 50km en doble calzada a 966km, de esos 966, hoy están en uso alrededor de 782. Esto porque hay unos 184km de doble calzada construidos que no se han podido dar al servicio por problemas de predios. Sin embargo, todavía tenemos un atraso. Ahora, yo diría que nuestra realidad actual en este frente es que nos está

atropellando el éxito. Este éxito que obtuvimos por lograr superar el problema de inseguridad que teníamos. Recuerde que en los últimos 20 años se habló de cómo íbamos a lograr la seguridad, y en los próximos 20 años se va a hablar de cómo vamos a lograr una buena infraestructura.

Pero no debemos olvidar que también tenemos un atraso importante en la infraestructura ferroviaria. Esto es delicadísimo. Y es más grave aún porque Colombia es un país que se da unos “lujos” muy interesantes. Hay un libro muy bueno llamado *Carrileras y locomotoras*, del que recomiendo su lectura, y otros que sacó la Federación de Cafeteros en los que se muestra cómo Colombia se demoró más tiempo construyendo los ferrocarriles que abandonándolos. Estos son los absurdos de un país lleno de necesidades en todo sentido, donde la plata no abunda, y hacemos semejantes obras como fueron los ferrocarriles y después los abandonamos. Y ahora tenemos que afrontar este hecho de cara a una realidad en el tema minero y en el tema de hidrocarburos. En minería, Colombia hoy está produciendo 70 millones de toneladas de carbón y los más pesimistas dicen que vamos para 110 y los más optimistas dicen que podemos duplicar este nivel, y en hidrocarburos, donde estamos produciendo cerca de los 850.000 barriles, pero vamos para el millón y vamos a seguir creciendo. Pero es increíble que estemos transportando todo esto hacia los puertos en más de 1.400 camiones circulando por las carreteras nacionales en vez de hacerlo por vía férrea. Allí, tenemos un problema.

Otro problema es el transporte de tipo fluvial y específicamente en el río Magdalena. Los colombianos nos dimos el lujo de que la naturaleza o el creador, como lo queramos llamar, nos regaló un río como el Magdalena que entra desde la región Caribe hasta las entrañas de nuestro país, pero nosotros le dimos la espalda al río.

Aquí empezaron los procesos de deforestación, los procesos de irrespeto a la naturaleza, y vienen entonces todas estas situaciones de sedimentación del río y a eso se le puede sumar que el río dejó de ser navegable. Entonces parte de lo que el gobierno quiere es tratar de buscar cómo hacer una concesión en el mediano plazo para que ese río se pueda volver otra vez un río navegable y utilizando barcazas de bajo calado que ya se construyen en el mundo. Poder utilizar el transporte fluvial para que sea una forma de desplazar hacia la región Caribe muchos productos. Esto para hablar sólo del río Magdalena.

tratado por todos los medios de que eso se pueda hacer a través de unas propuestas de iniciativa privada, pero ha sido muy difícil porque nosotros estamos sometidos a muchas normas jurídicas y a muchos temas legales. Entonces, si no lo podemos hacer como iniciativa privada, lo vamos a hacer como obra pública, pero lo vamos a hacer. Lo mismo sucede con el canal de Varadero, que es un nuevo canal de acceso a la bahía de Cartagena. Éste es un canal para el que también estamos esperando una propuesta de iniciativa privada. Esto surgió de todos los portuarios de la bahía de Cartagena y es un canal

**Colombia es un país que se da unos
“lujos” muy interesantes. El país se demoró
más tiempo construyendo los ferrocarriles
que abandonándolos.**

En el tema portuario yo diría que Colombia no está tan mal y eso gracias a la decisión que se tomó hace casi 20 años por parte del gobierno del presidente Cesar Gaviria de privatizar los puertos y acabar con Colpuertos. Hoy los puertos colombianos de alguna manera, y eso es sorprendente, se destacan como puertos eficientes. Éstos son los casos de Buenaventura y Cartagena.

Pero el problema es llegar a los puertos, el puerto internamente funciona bien, pero tenemos unos problemas de acceso. Por ejemplo, en temas de profundización de canales navegables está el caso de Buenaventura. Aquí ya hay una decisión del gobierno, pues tenemos listos más de US\$55 millones para invertir en la profundización del canal de acceso a Buenaventura y poder hacerlo competitivo a mediano plazo con la ampliación del canal de Panamá, que se proyecta a cinco o seis años. Hemos

adicional y paralelo al actual canal de acceso que haría competitiva la bahía de Cartagena, también con Panamá.

También estamos muy interesados en el desarrollo portuario que se va a dar en la región de la Guajira para efectos de la exportación de carbón. En Barranquilla hay un compromiso de corto plazo de hacer la profundización del canal navegable de acceso desde Bocas de Ceniza hasta la zona donde está el puente Pumarejo, porque a lado y lado de ese río, tanto sobre el departamento del Magdalena como sobre el departamento del Atlántico, ya hay muchos puertos que requieren tener un canal profundo en el sector.

Todos los planes para la construcción de infraestructura de transporte los detallo en el Plan de Infraestructura para la Prosperidad que presenté recientemente. Por ejemplo, en infraestructura vial están los proyectos de doble calzada Bogotá-Villavicencio,



Alejandro Vera, vicepresidente de Anif, y Germán Cardona, Ministro de Transporte.

los nuevos trazados que hay que construir; la troncal de Occidente; la doble calzada Cartagena–Barranquilla; nuevos trazados en la vía Mulaló–Loboguerrero; la ruta de la Montaña, que es en asocio con ISA, y la troncal del Magdalena, que involucra ya la Ruta del Sol, entre otros. Y aquí también están los proyectos de infraestructura urbana, portuaria y férrea. Este plan está en la página web del Ministerio para los que están interesados en más detalles de estos proyectos.

C. F. Los analistas que criticamos la desidia administrativa del gobierno saliente diagnosticamos un grave problema de falta de institucionalidad en el sector. ¿Cómo está el gobierno Santos encarando este desafío?

G. C. .Yo diría que ese es uno de los temas donde ya tenemos un logro evidente. Desde que yo llegué a este

Ministerio, mi obsesión fue crear dos viceministerios: un Viceministerio de Infraestructura y un Viceministerio de Transporte. Hoy esos dos viceministerios están creados. Tengo una viceministra de infraestructura, amplísima conocedora del tema, la doctora María Constanza García, que fue además directora de infraestructura de Planeación Nacional hasta hace cuatro años, luego se fue a trabajar al BID y regresó nuevamente a trabajar conmigo como viceministra. Es una mujer con un alto nivel técnico. Y tengo un viceministro de transporte que se llama Felipe Targa, que es un hombre que trabajó durante ocho años fuera del país, estudió sobre el tema de transporte y hoy está en Colombia nuevamente trabajando para nosotros. Entonces digamos que esos de alguna manera iban a ser cerebros fugados que regresaron al país. En el Inco tengo una persona como María

Inés Agudelo, que viene de trabajar en el Banco Mundial, en el Fondo Monetario Internacional, fue viceministra de Hacienda y está trabajando y asumiendo la responsabilidad de transformar el Inco en la Agencia Nacional de Infraestructura. En el Invías tenemos una persona que fue presidente de la Cámara Colombiana de la Infraestructura de la región Caribe y trabajó en el sector privado, que es Carlos Rosado. En la Aerocivil está un hombre como Santiago Castro, que es estudioso, y está haciendo su labor también. Así que en general ese grupo que me rodea yo diría que es un “dream team”, bastante interesante.

Lo que sí creo, y que hoy todo el mundo reconoce, es que el nivel técnico del Ministerio se ha elevado muchísimo, pero para poderlo mantener y fortalecer estoy haciendo alianzas con Anif, con Fedesarrollo, con el Consejo Privado de Competitividad,

con la Andi y he invitado a la Cámara Colombiana de la Infraestructura y a la Sociedad Colombiana de Ingenieros, y recientemente me ofreció su concurso Aciem, para que todas esas entidades, unas más técnicas, otras más estudiosas, entren a este Ministerio y de alguna manera se apoderen de él. Lo que quiero es que se arme una verdadera alianza público-privada para el manejo de la infraestructura de este país, porque nosotros no tenemos la verdad revelada, y yo finalmente soy aquí un vocero, pero no soy un vocero solamente del gobierno, sino también del sector gremial y empresarial. Eso es lo que estoy tratando de buscar y eso espero que de alguna manera responda a tu pregunta.

C. F. La Cámara Colombiana de la Infraestructura (CCI), siguiendo resultados del Foro Económico Mundial, viene enfatizando la falta de un marco regulatorio adecuado y las dificultades para resolver los conflictos que de allí surgen por la vía de las conciliaciones. ¿Será que Colombia está condenada a seguir bajo el efecto del llamado “Síndrome de Dragacol”?

G. C. Bueno ojalá que no, porque ese síndrome de Dragacol nos atrasó durante más de diez años en el desarrollo de la infraestructura y, por eso, por ejemplo, la Ruta del Sol es un proyecto que apenas está iniciando ahora. Ahora nosotros estamos fortaleciendo el tema de las alianzas público-privadas y yo le tengo muchísima fe a ese tema. Estoy pidiéndole a un grupo de asesores jurídicos externos, encabezados por el doctor Camilo Ospina, que nos ayude a revisar el tema del Decreto 4533 de 2008 sobre iniciativas privadas para hacerlo mucho más amigable para los inversionistas privados nacionales y extranjeros, porque consideramos que esa es una excelente herramienta para sacar adelante estos proyectos. Lo otro es un esquema que estamos

estudiando en este momento que se ha utilizado con mucho éxito en países como Nueva Zelanda, y es un tema que se denomina “alianzas competitivas”. Estas alianzas consisten en que a través de unos esquemas, que podríamos utilizar a través del Fondo de Adaptación que se creó a partir de esta ola invernal, haríamos una lista de las mejores firmas de ingeniería, de construcción y de consultoría, nacionales y extranjeras. Y luego, los llamaríamos y les plantearíamos que nos hagan propuestas para el desarrollo de grandes proyectos.

Y yo creo que eso no es equilibrado, sin desconocer que cualquier empresa tiene todo el derecho a reclamarle al Estado también por las vías legales sobre diferentes temas, pero es que hay algunas que se les ha vuelto casi un deporte el demandar al Estado. Ese podría ser uno de los temas. El segundo requisito para estar en la lista es el grado de cumplimiento de las obras. Tercero, que no estén sancionadas, porque hoy sorprendentemente muchas empresas que tienen sanciones, de alguna manera logran seguir obteniendo contratos con el Estado.

Una de las cosas que a mi más me mortifica es que muchas firmas que tienen grandes contratos con el Estado son a su vez las más grandes demandantes ante el Estado.

Por ejemplo, si vamos a hacer una vía como la que va de Guaduas a Honda a través de un esquema de estudios y diseño, haciendo primero la licitación para el tema de estudios y luego la licitación para la construcción, dentro de dos años vamos a estar hablando todavía de eso y el país requiere que atendamos esas necesidades ya. Por ello, estamos estudiando si con el esquema que podríamos trabajar a través del Fondo de Adaptación, en alianza entre el Ministerio y el Fondo, podemos hacer esa lista corta de grandes empresas, pero que tengan unas características especiales, que hoy no se les podría exigir a través de la ley colombiana.

Por ejemplo, incluir en esa lista aquellas firmas que tengan menos pleitos con el Estado, porque una de las cosas que a mi más me mortifica de todo esto es que muchas firmas que tienen grandes contratos con el Estado son a su vez casi las más grandes demandantes ante el Estado.

Esto sería un tema muy selectivo y para procesos muy especiales. Lo estamos estudiando para tratar de buscar una competencia sana, pero de muy alto nivel, y buscar en esto inclusive el acompañamiento de los entes de control y demás, lo cual nos permita ser mucho más ágiles en el proceso de selección, de estudios de diseños y de ejecución. En eso vamos y eso espero que nos ayude a ser más ágiles, porque parte de lo que a mi me angustia sentado aquí en este escritorio es que de alguna manera yo pudiera decir que he sido exitoso en el sector privado o en mi actividad profesional privada, pero a veces me angustia ver tantas dificultades para hacer las cosas en el sector público, que uno a veces se siente hasta ineficiente.

C. F. Desde su llegada, usted ha enfatizado que no se deben seguir adjudicando obras sin los debidos estudios técnicos, ojalá de Fases 2 y 3. Pero, de otra parte, escuchamos quejas

de la ingeniería nacional diciendo que aún no se han solicitado dichos estudios. ¿Acaso esta combinación no arriesgaría una mayor paralización en obras de infraestructura?

G. C. Creo que parte de la respuesta ya se la di en la pregunta anterior. Pero lo otro que le quiero decir es lo siguiente: lo que pasa es que Colombia perdió la cultura de la estructuración de proyectos. Porejemplo, si usted hoy me pregunta a mí cuántos proyectos tiene el Ministerio de Transporte en un portafolio para salir a vender a nivel internacional y que vengan inversionistas nacionales o extranjeros a ejecutar esos proyectos, no hay ninguno, porque perdimos esa cultura. Entonces este año, vamos a invertir aproximadamente \$230.000 millones en estudios y diseños y aspiramos a que para el cuatrienio del presidente Santos esa cifra sea del orden de \$1 billón. Eso nunca se ha visto en el presupuesto del Ministerio, en ningún momento de la historia, y en el Ministerio lo pueden corroborar si ustedes quieren. Por ello, yo diría que esto es como comenzar a crear esa cultura.

Yo también tengo que aceptar cuando la gente dice “oiga, pero esto no ha arrancado”, y yo lo que tengo que decir es que aquí yo no vine a ganar prestigio, sino a gastar prestigio y hacer las cosas, como considero y como mi experiencia profesional me lo ha indicado, a estructurar los proyectos bien, porque no hay dinero mejor invertido en la ingeniería que el que se invierte en estructuración y en diseño de proyectos. Entonces me toca aguantar esa crítica en el sentido de que esto no había arrancado.

Pero, ahora esto ya arrancó a partir del 4 de mayo, cuando lanzamos la propuesta de infraestructura para la prosperidad. Y esto no fue simplemente sentarse y decir voy a promover obras por \$99 billones en los próximos diez años o por \$30 billones en los próximos cuatro años. No, esto fue un

estudio muy serio, donde primero no tenemos ni mucho menos el complejo de Adán. Es decir, no pensamos que de aquí para atrás no hubo nada. Por el contrario, tomamos mucho de lo que aquí estaba previsto en la historia del Ministerio, hablamos con las autoridades regionales, hablamos con los gremios y a partir de eso hicimos el mapa de las necesidades del país en infraestructura. Pero cada gobierno, sin duda, cada cuatro años saca una propuesta de éstas. La diferencia en este caso, por lo menos a lo que aspiro yo, es que ésta no sea una propuesta de gobierno, sino una propuesta de Estado. Con esto quiero decir, y por eso es mi invitación a los gremios que le mencioné ahora, que adoptemos todos esta carta de navegación y veamos el puerto al que queremos llegar y que entonces esto no se esté cambiando cada dos, tres, cuatro años, sino que tenga una continuidad en el tiempo y que haya un compromiso real de que hacia allá es hacia donde vamos.

Por ejemplo, en el plan hay obras como la vía Puerto Gaitán–Puerto Carreño. Mucha gente dirá para que hacer esta vía si allá todavía ni siquiera hay población. Eso es lo que el país no puede seguir haciendo, desarrollar la región de una manera desorganizada y después llegar con unas vías de comunicación donde entonces conseguir los predios es imposible, donde hay que tumbar poblaciones, donde hay que hacer cualquier cantidad de cosas para poder construir. Es mejor hacerlo con tiempo. Éste es un proyecto que recoge mucho de lo que viene y que a su vez visualiza mucho de lo que se necesita para el país y en ese orden de ideas es que pensamos promover esos estudios y esos diseños. Algunos se irán lógicamente por la licitación pública normal y tradicional y habrá tiempo para ejecutarlos, y otros estamos tratando de hacerlos aprovechando las medidas de la ola invernal como le comenté en la respuesta anterior.

C. F. Un estudio de la CCI menciona que, históricamente hablando, Colombia ha sido víctima de una especie de “canibalismo” entre los modos de transporte (terrestre, fluvial, férreo, aéreo). Esto suena bastante “suicida” en momentos en que el mundo habla de moverse hacia sistemas de transporte multimodales. ¿Cuáles son sus planes en este frente?

G. C. Yo pienso que hoy Colombia no puede pensar en canibalismo entre los diferentes modos. Por el contrario, éstos tienen que estar íntimamente ligados. Un ejemplo está en el tema del transporte férreo. Nosotros estamos muy interesados, y ojalá que eso se pueda llevar a cabo, en una propuesta que hemos venido estudiando y que todavía no es una realidad, pero que nos ha parecido interesante. En ésta un grupo de inversionistas extranjeros está estudiando, apoyados por expertos nacionales, un proyecto férreo que uniría la zona de Buenaventura con Puerto Berrío en la zona del río Magdalena. Saldría del Pacífico hacia Cali y se vendría por toda la región del Valle del Cauca, Eje Cafetero, hacia Medellín, Bolombolo, y toda esa zona y subiría hasta Puerto Berrío. Ese proyecto a mí me parece maravilloso porque uniría una arteria fluvial como el río Magdalena, con un transporte férreo como es el ferrocarril del Oeste, y llegaría a un puerto como es el puerto de Buenaventura. Yo creo que ninguno de esos sectores se puede sustraer, y como hablamos hace un rato, Colombia puede tener buenos puertos, pero no tiene buenos accesos a los puertos, ni viales, ni fluviales, ni férreos.

En el tema aéreo también tenemos una situación un poco delicada a pesar de que en eso el país ha ido avanzando. Por ejemplo, con el aeropuerto El Dorado se ha hablado bastante de buscar un aeropuerto complementario hacia donde se pueda llevar la aviación militar, la aviación privada y dejar lo que yo llamo el gran centro comercial

para la aviación precisamente comercial, colombiana e internacional. De esa manera, el aeropuerto sería un aeropuerto que podría tener utilización por lo menos por los próximos 15 o 20 años.

C. F. En ese punto, hay bastantes personas que dicen que cuando se termine de hacer el nuevo edificio y la remodelación del aeropuerto El Dorado y éste entre en funcionamiento, va a quedarse chiquito. ¿Es eso cierto?

G. C. Eso es cierto, precisamente porque nos atropelló el éxito. Todas las previsiones que había de utilización del aeropuerto y de crecimiento se quedaron cortas. Pero a nosotros no nos debe preocupar eso. Ante eso nos tenemos es que alegrar, pero lo que si no podemos hacer es esperar a que eso se dé para empezar a pensar cuál es la solución. Por eso el gobierno ya lanzó una idea. Pero esto es para que venga una propuesta de concesión. Que vengan inversionistas con mucho músculo financiero y le digan al Estado colombiano que ya tienen un terreno en tal parte en la sabana de Bogotá, y están dispuestos a construir una pista de 3.000 metros por ejemplo, y ahí llevarnos la aviación privada y la aviación militar. Con la aviación privada es muy sencillo. Se trata simplemente de invitar a todos los privados a que se vayan hacia allá y monten sus hangares y demás. Con la aviación militar es una responsabilidad del gobierno entrar a ayudar con ese tema. De esa manera, se liberan las dos pistas del aeropuerto El Dorado y se termina esta concesión o las obras que se están haciendo a través de esta concesión, y se hace ese gran centro comercial. Esto le daría muchísima vida a la aviación comercial del aeropuerto. Ésta es una idea que está sobre la mesa y está planteada, y ya se han dado algunos acercamientos con gente interesada en pensar en un esquema de esos.



“Colombia perdió la cultura de la estructuración de proyectos”

C. F. Además del problema de falta de estudios técnicos, usted y la CCI han venido mencionando el gran desafío que representa lograr una ordenada compra de los predios y sin esa generación de sobreprecios. ¿Cómo evitar que los propietarios de los suelos, en ocasiones “orquestados” por los constructores, esquilmén al Estado?

G. C. El tema de los predios desafortunadamente se ha vuelto un negocio de todo el mundo contra el Estado. Entonces los propietarios de los predios muchas veces elevan los precios de éstos de una manera absurda. Por ejemplo, nos pasó en un predio en el Valle del Cauca donde se hacen los avalúos y el valor comercial del predio fue de \$2.000 millones. Pero el juez de la causa o el juez que recibió la demanda decidió que el predio valía

\$16.000 millones. Entonces queda uno ahí en un escenario complicado, donde hay que hacer una apelación, pero eso impide que se desarrolle la obra y pasan dos, tres y cuatro años y por eso es que la gente dice que esto no avanza.

Lo otro es que también hay momentos en que de pronto a algunos constructores les interesa de alguna manera que se dilate el tema de los predios porque ya tienen peajes y vigencias futuras garantizadas, entonces en la medida en que se vullen esa bolsa, esa bolsa de los peajes, pues ellos tienen que invertir menos recursos propios en el desarrollo de esas obras. Aquí yo no podría culpar a nadie con nombre propio, pero lo que sí hemos intuido es que alrededor de eso hay muchos intereses. Lo que hicimos, y tuvimos el apoyo del Congreso de la República donde yo explique muy bien

el tema, fue incluir en la Ley del Plan Nacional de Desarrollo que ya quedó aprobada, un artículo mediante el cual cuando el gobierno decide que va hacer una vía por el sitio X, se declara entidad pública todo ese sitio, se hacen los avalúos comerciales, se les notifica a los propietarios sobre el avalúo y se le pide que desocupe el predio o lo entregue. Si la persona no recibe el dinero, se le consigna en una fiducia, pero el ciudadano tiene que entregar el predio. Y si el ciudadano quiere demandar, puede demandar. Pero entonces yo pedí que incluyeran otra partecita en el artículo en el siguiente sentido: si por ejemplo el predio tuvo un avalúo de \$1.000 el metro cuadrado, y finalmente, al cabo

fallo de la Corte y por declinación en el precio de su acción?

G. C. Yo creo que el plan de choque es éste que está plasmado en el Plan de Infraestructura para la Prosperidad. Nosotros somos conscientes de que, como usted lo dice, nos encontramos esto en t-3, pero aquí no podemos llorar sobre la leche derramada, aquí lo que tenemos que hacer es mirar hacia adelante. El país está viviendo en este momento el apagón de la infraestructura. Ésta no es simplemente una frasecita para asustar a nadie, es una realidad. Y así como Colombia hace 20 años tuvo el apagón eléctrico y tomó una serie de medidas, como que abrió el espacio

A algunos constructores les interesa que se dilate el tema de los predios porque ya tienen peajes y vigencias futuras garantizadas.

del tiempo, el juez correspondiente dijo que no, que vale \$10.000, entonces el Estado lo que dice es que como ese predio generalmente forma parte de otro predio de mayor extensión, entonces vamos a valorizar todo el predio a \$10.000 el metro cuadrado. Así, gana el señor que quiere que le paguen a \$10.000 el metro cuadrado por su pedacito de predio y gana el Estado que le va a seguir cobrando impuestos a ese señor sobre la base de \$10.000. Yo creo que eso nos va a llevar a que ese problemita se nos arregle.

C. F. En Anif hemos dicho que la administración Santos encontró el sector del transporte en t-3, bajo efectos de un triple efecto de atrasos por cuenta de la falta de planeación, la corrupción y ahora por los efectos de la grave ola invernal. ¿En que consiste el “plan de choque” del gobierno? ¿Cómo solucionarán la carencia de recursos provenientes de Ecopetrol, ahora afectado por el

para que viniera la gente a invertir en el sector eléctrico, y se dijo mire aquí lo que necesitamos es solucionar este apagón, y gracias a esto hoy Colombia es un modelo internacional en temas eléctricos, entonces yo soñaría con que dentro de 20 años, Colombia sea un modelo también internacional en el tema de infraestructura.

Usted podría decir que 20 años es mucho y yo tengo que responder que eso puede ser mucho para la vida de una persona, pero muy poco para la vida de un país, y lo ideal hubiera sido que esto lo hubiéramos pensado hace 20 años, pero lo que yo tampoco le puede decir, ni a usted ni a los colombianos, es que este problemita lo vamos a solucionar en dos o tres años. Nosotros estamos sentando las bases para que eso se dé y esas bases las arrancamos dándole a este Ministerio mucha estructura técnica y con temas como el plan que le he mencionado reiteradamente, y que le digo que espero que sea de largo plazo.

A partir de eso, entonces podemos empezar a arbitrar los recursos de Ecopetrol que usted me comenta. Nosotros tenemos fe en que el Congreso de la República va a aprobar vía ley de la República, la enajenación de ese 10% de Ecopetrol que va a ir exclusivamente a atender la gran infraestructura del país. Estamos hablando de cifras muy grandes, además de eso van a surgir muy buenos recursos de lo que le corresponda al tema de la infraestructura proveniente de las regalías, y eso va a beneficiar mucho sobre todo las vías secundarias y las vías terciarias, porque plata de regalías también hay y va a haber. Hoy tenemos \$7 billones aproximadamente anuales por regalías y es muy probable que a la vuelta de cuatro años o cinco, eso se duplique y ese dinero bien manejado y bien repartido en todo el país, como ya lo está aprobando así el Congreso de la República en la parte que le corresponda a la infraestructura, yo creo que va a ser muy importante. A eso súmele la inversión privada, tenemos que generar confianza inversionista y esa confianza inversionista la generamos mostrándole al mundo que aquí hay un trabajo conjunto entre el Estado y el sector privado a través de, vuelvo y le repito, permitir la entrada al Ministerio a que nos evalúen, a que nos apoyen, a que nos den ideas, a entidades, vuelvo y repito, como Anif, Fedesarrollo, la Andi, el Consejo Privado de Competitividad. En últimas se trata de entender que la infraestructura es una responsabilidad de todos.

C. F. ¿Qué se está haciendo para modernizar los puertos? Usted nos ha dicho que los puertos internamente funcionan muy bien, que lo que hay que mejorar un poco es la llegada a los puertos.

G. C. Hay un tema en los puertos y es que sí quiero llamar la atención a los operadores portuarios. Nosotros en este momento estamos trabajando un tema de normalización y modernización de la relaciones con el sector

transportador. Acabamos de crear un sistema que se llama el SICE, que es un sistema de costos eficientes para el transporte que involucra muchas variables. Estamos metidos de cabeza en el tema de capacitar a los pequeños camioneros para que cada día tengan más nivel profesional. Estamos metidos en el tema de la chatarrización, para sacar del mercado camiones viejos y empezar a modernizar ese equipo. Pero una de las cosas que sí vamos a tener que pedir, sobre todo a los operadores portuarios, es que mejoren las condiciones humanas de los camioneros y demás cuando vayan a los puertos a esperar o descargar carga. Porque es que hemos encontrado en algunos puertos que la situación es lamentable en el tema de servicios sanitarios, temas de sitios de espera y demás. Entonces en eso yo sí creo que los puertos nos van a tener que ayudar un poco más.

Y el otro tema es esa relación entre transportador y generador de carga. Al generador de carga le vamos a tener que pedir que sea mucho más eficiente y que los tiempos de espera sean mucho más cortos, porque una de las cosas que más incrementa el costo del transporte de carga son los tiempos muertos de espera.

A nivel personal

C. F. Señor Ministro, en *Carta Financiera* también nos gusta conocer algo del “personaje” que enfrenta todos estos problemas de la vida nacional. En su caso, ¿cómo ha sido esta amalgama de vida técnica como ingeniero del sector privado, vida política como alcalde de Manizales y ahora nuevamente como ingeniero, pero desde el ámbito público liderando este complejo sector?

G. C. Bueno le voy confesar algo. El mejor cargo público que yo he ocupado en mi vida es ser alcalde, para mí ese es un cargo absolutamente apasionante,

porque usted tiene una relación muy directa con la comunidad. Yo me siento súper orgulloso de estar en este cargo acompañando al presidente Santos a quien conozco desde hace más de 16 años y con quien he compartido todas las filosofías del buen gobierno, incluso desde la Fundación Buen Gobierno cuando ésta existía. Pero definitivamente ser alcalde es un cargo maravilloso y a mí particularmente en mis dos alcaldías me fue muy bien. En la primera tuve el honor, y además lo digo sin falsas modestias, de haber sido elegido el mejor alcalde de Colombia. Haber sido gobernador también fue muy agradable, pero yo fui gobernador nombrado por decreto presidencial, aunque fue un cargo importante también.

En el sector privado yo me he divertido mucho, es decir he tenido todos los altibajos propios de un empresario, pero tal vez lo que más me ha madurado en la vida es haber tenido dificultades como empresario. Yo viví la crisis de la construcción en la década del noventa y prácticamente perdí todo lo que tenía y entonces de ahí aproveché muchas experiencias y me volví a levantar. Entonces yo diría que he sido un afortunado de la vida, porque en todas las actividades de trabajo que he tenido de alguna forma me he divertido, pero indiscutiblemente el cargo más duro es éste como ministro de Transporte. Creo que ha sido más que todo por las circunstancias que estamos viviendo actualmente o sea una ola invernal que no esperábamos y que no estaba dentro de los cálculos de nadie y entonces le toca a uno ver con la realidad de todo el país. Y lo más duro no es ni siquiera la realidad, sino a veces la incapacidad de poder hacer las cosas por efectos de las normas de tramitología que se manejan en el Estado.

C. F. ¿Cuáles han sido sus aficiones y como transcurre esa vida en familia, lo extrañan por allá desde el 7 de agosto de 2010?

G. C. Bueno yo tengo una familia muy bonita, somos mi señora y dos hijos que ya son mayores de edad, profesionales cada uno de ellos. Son tal vez mi mayor tesoro, pues se trata de haber podido a esta edad, ya que todavía yo me siento muy joven, tener dos hijos que ya son amigos míos, que ya son dos personas muy maduras, cada una es independiente y trabajan y demás.

Dentro de mis *hobbies* me fascina un deporte que no lo practica mucha gente, sobre todo aquí en el interior del país, que es el esquí, el esquí acuático. Trato de hacerlo con mucha regularidad. Lo hago aquí en unos clubes cerca a Bogotá y me divierto mucho. El otro *hobbie* para mí también es disfrutar la naturaleza o sea observar la naturaleza. Yo aprendí de un profesor llamado Ronald Heifetz, que fue director de la escuela de liderazgo del Kennedy School de la Universidad de Harvard, que uno tiene que tener en la vida un santuario y entonces para mí un santuario es la naturaleza, es ir al campo, es estar en paz en el campo y eso a mí me sirve muchísimo. El otro *hobbie* es navegar y cuando puedo me pego mis escapaditas a Cartagena y ahí tengo un aparato para salir a navegar en compañía de unos amigos. Para mí es un placer salir de Cartagena hacia las Islas del Rosario, San Bernardo y demás. Lo otro con lo que gozo mucho es con un perro que me compré, con quien conversó todos los días y tengo la ventaja de que no me responde.

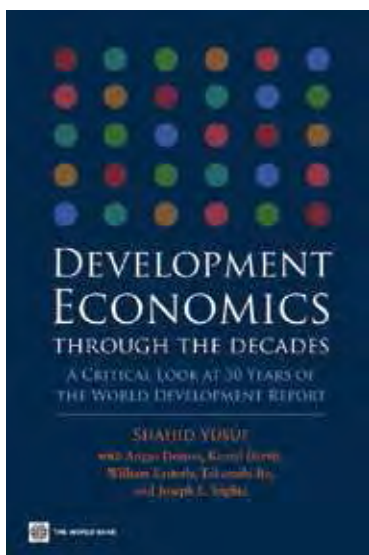
C. F. Ministro, muchas gracias por sus respuestas y su acostumbrada franqueza.



El desarrollo económico a lo largo de las décadas: Una visión crítica tras 30 años de reportes sobre desarrollo mundial *

Libro escrito por Shahid Yusuf

Comentado por: Sergio Clavijo



Reseñar este libro sobre desarrollo económico tiene una doble relevancia en la coyuntura actual. De una parte, *la relevancia global* proviene del papel protagónico que han ganado los mercados emergentes, tipo Brasil-Rusia-India-China (BRICs). Como es bien sabido, dichos BRICs han logrado una semiseparación en su desempeño económico respecto de la postración que viene mostrando el mundo desarrollado, países G-7, durante esta prolongada Gran Recesión (2007-2011).

¿Cuál habrá sido la fórmula del exitoso crecimiento reciente de dichos BRICs tras décadas de “oportunidades perdidas”, los primeros creciendo a tasas del 5%-6% y los segundos del 8%-10% anual? ¿Será que algunos de ellos pronto estarán enfrentando los típicos estallidos de efímeras burbujas especulativas como las que hoy enfrentan España o Irlanda?

De otra parte, existe un componente de *relevancia local* con ocasión del lanzamiento del Plan de Desarrollo Nacional (2011-2014) de la administración Santos, denominado “Oportunidades para Todos” (... título algo carente de imaginación, pues ese ha sido el *moto* de varios programas de las multilaterales y ahora de varias firmas privadas, incluyendo hasta bolsas de valores).

En ambos casos (global y local) se trata de descifrar las claves del desarrollo económico sostenido, ¿Acaso ello encierra la fórmula de gobiernos que identifican y apuestan presupuestalmente a determinados sectores ganadores? ¿O es más bien una decisión de los capitales pri-

* S. Yusuf (2009), *Development Economics Through the Decades: A Critical Look at 30 Years of the World Development Report* (The World Bank, Washington, D. C.).

vados que, moviéndose globalmente, encuentran sectores con “ventajas comparativas”?

Yusuf relata en el primer capítulo de este libro las circunstancias bajo las cuales nació el primer *World Development Report* (WDR), publicado por el Banco Mundial en 1978, hasta completar recientemente 30 años de dicho ejercicio anual. Bien puede afirmarse que este ejercicio del WDR de finales de los años setenta era de por sí un merecido reconocimiento al posicionamiento del “Desarrollo Económico” como una rama de la ciencia económica, impulsada por Rodan, Nurkse, Hirschman, Prebisch y Singer durante los años cincuenta y sesenta, entre muchos otros, pero especialmente por Arthur Lewis.

Cabe recordar que Lewis había sido “el primero” en muchos frentes: 1) el primer profesor titular (*full professor*) de raza negra en la historia de las universidades británicas, alcanzando tal posición en 1948 en la Universidad de Manchester; 2) el primer profesor titular de raza negra de la Universidad de Princeton (1963) y por mucho tiempo el único con esa condición, y 3) el primer premio Nobel (1979) de raza negra en el área de las ciencias (mayores detalles en Clavijo, 2007).

El marco general de finales de los años setenta representaba una oportunidad para evaluar los primeros resultados de la era poscolonial de Indonesia, India y Pakistán (1940-1947). Después vendrían los experimentos de Malasia, Brasil, Filipinas, Ghana y Kenia (década de los años 1950-1960). La moda del momento eran los “sectores líderes” que jalonarían al resto de la economía, con algo de “dirigismo centralizado”, versión alternativa a la Planeación Socialista Centralizada de Unión Soviética y de la China de Mao. Todo esto ahora abandonado por los BRICs-modernos.

Los jóvenes de hoy quedarían sorprendidos al averiguar que de esas épocas provienen las técnicas de matrices insumo-producto, los modelos de equilibrio general y las simulaciones macroeconómicas, hoy también

ampliamente usados, sólo que consumiendo más memoria-computacional. ¿Cuál es el balance y la utilidad de todo ello a la hora de implementar el Desarrollo, más allá del mero Plan? Yusuf (pág. 10) concluye lo siguiente: “...Mucho de este crecimiento era simplemente un efecto de ponerse-al-día (*catching-up*)... Los planes quinquenales con frecuencia no eran sino simples fórmulas con intenciones de acelerar el crecimiento...”

Después se le añadió el componente de “lucha contra la pobreza” a los planes de desarrollo, por allá en 1973, cuando McNamara decidió replicar a nivel mundial lo que había hecho L. B. Johnson al lanzar ese programa para Estados Unidos. Apoyado por el primer *flagship report* de Chenery en 1977, se le dio vida al primer WDR de 1978. Se abordaron con mayor seriedad los temas de hambrunas, sobrepoblación y medio ambiente, tras el llamado de atención del Club de Roma (1972); en general, los WDRs sentaron bases sólidas para posicionar al Banco Mundial como un “Banco de Conocimiento Global.”

En los siguientes capítulos, Yusuf nos relata la evolución de esos WDRs. Por ejemplo, al cumplir “sus primeros 50 años” el Banco Mundial (en 1995), se hizo evidente que esos modelos de planeación estaban agotados históricamente. Así, el Banco Mundial viró hacia el modelo de tender puentes con la sociedad civil, ONGs, y se instauró la retórica de “empoderar” a las minorías y a las propias autoridades “dueñas” del Banco Mundial... *Placing countries in the*

Al cumplir “sus primeros 50 años” el Banco Mundial (en 1995), se hizo evidente que esos modelos de planeación estaban agotados históricamente. Así, el Banco Mundial viró hacia el modelo de tender puentes con la sociedad civil, ONGs, y se instauró la retórica de “empoderar” a las minorías y a las propias autoridades “dueñas” del Banco Mundial.

driver's seat; todo ello bien adornado con el *Comprehensive Development Framework* del señor Wolfensohn (ver Mallaby, 2004).


Probablemente nada de ello tuvo mayor impacto en términos de mejores estrategias para enfrentar la pobreza y acelerar el crecimiento, pero por lo menos dio algo de confort y tranquilidad de conciencia a los dirigentes del Banco Mundial sobre mejores prácticas corporativas. Este resultó ser un enfoque “políticamente correcto” para las multilaterales tras las fuertes críticas que recibieron sobre arrogancia, doble condicionalidad e imposición de programas excesivamente restrictivos durante la crisis asiática de 1997-1998.

Este modelo de “escuchar” a los países en vía de desarrollo, aplicado durante los años 2000, por lo menos ahora (2010-2011) se estará concretando en un incremento de la representación accionaria del mundo emergente en las cuotas del FMI-Banco Mundial.

Así, durante la última década hemos presenciado un viraje de los “mercados” hacia “la buena gobernanza”. Esta fase bien puede resumirse como el tránsito de “los precios correctos” (factores económicos) a las “instituciones adecuadas” (el resumen de verdadero desarrollo). En todo este esfuerzo comunicativo, los WDRs han jugado un papel central a la hora de preparar a la audiencia público-privada para “el tema” (... *flavor of the day*) de la próxima Asamblea Anual del FMI-Banco Mundial.

Este libro finaliza con visiones críticas de connotados economistas (Deaton, Easterly y Stiglitz, entre otros) sobre cómo ha evolucionado el pensamiento del desarrollo económico y el papel desempeñado por el Banco Mundial a través de sus WDRs. Easterly (2002) y Stiglitz (2002) repican sobre sus antiguas críticas al enfoque desarrollista del Banco Mundial. No existe un único hilo conductor en dichas críticas, luego recomendamos que cada lector las aborde por su cuenta.

Quiero finalizar estos comentarios simplemente llamando al DNP a reflexionar sobre cuál debe ser el alcance y el enfoque del Plan de Desarrollo 2011-2014. Seguramente ya estamos todos maduros como para poder superar la fase en que se “explica” la aceleración del crecimiento de Colombia del histórico 4% al soñado 6% anual a través de las simulaciones de los modelos de equilibrio general.

Esperamos que las claves del crecimiento sostenido vayan más allá del simple cambio de denominación de los “sectores líderes”, que antes tomaron la forma de las “Cuatro Estrategias” (1970-1974) y ahora la de “Las Seis Locomotoras” (2011-2014). No olvidemos la admonición de Yusuf: “muchas simulaciones no son sino simples fórmulas con intenciones de acelerar el crecimiento”. El desarrollo socioeconómico sostenido es mucho más complejo y requiere ambas fórmulas en equilibrio: “los precios correctos” (para poder explotar las ventajas relativas de Colombia) y las “instituciones adecuadas” (para poder ejercer ese Buen Gobierno que tanto ansía la administración Santos). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Clavijo, S. (2007), “W. Arthur Lewis y el nacimiento de la economía del desarrollo”, en *Revista Carta Financiera* (Anif, No. 139, Agosto-Septiembre).
- Easterly, W. (2002), *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics*, MIT Press, Paperback edition.
- Mallaby, S. (2004), *The World's Banker: A Story of Failed States, Financial Crises, and the Wealth and Poverty of Nations*, New York, Penguin Press.
- Stiglitz, J. (2002), *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Co., New York, June.
- Yusuf, S. (2009), *Development Economics Through the Decades: A Critical Look at 30 Years of the World Development Report*, The World Bank, Washington, D. C.