

- + El legado de **Greenspan**
- + Supervisión y regulación en un **mercado de valores en expansión**
- + **Autorregulación** y profundización

- + Entrevista al **presidente de Ecopetrol**

# financiera

# carta

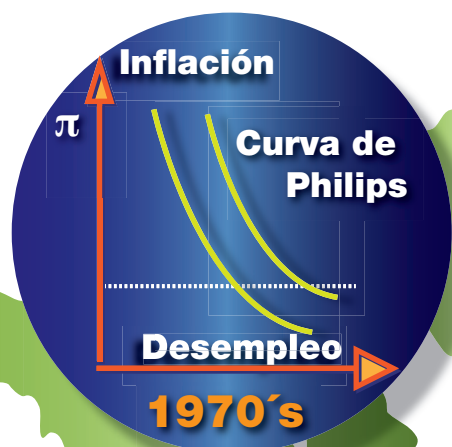
OCTUBRE / DICIEMBRE 2011

156

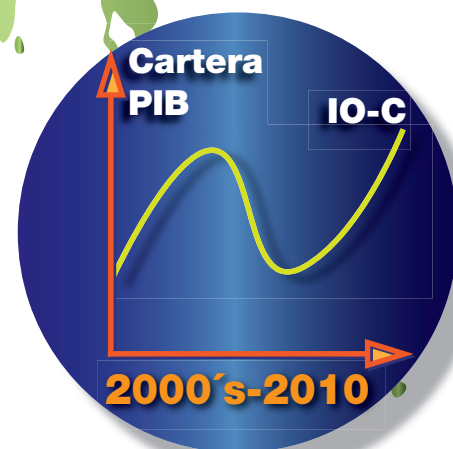


## Inflación, activos financieros y crisis internacional

una nueva visión



**FSB** FINANCIAL  
STABILITY  
BOARD



No.156 Octubre - Diciembre de 2011

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

Resolución No.002012 de 1975  
Tarifa postal reducida 2010-256 4-72  
La Red Postal de Colombia  
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR  
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR  
Alejandro Vera

SECRETARIA GENERAL  
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF  
Margarita Cabra  
Karen A. Erazo  
Raúl Alejandro Fandiño  
Alejandro González  
Manuel I. Jiménez  
Manuel Alejandro Pinilla  
María P. Salcedo  
Santiago Mora  
Nelson Vera  
Sandra Zamora

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



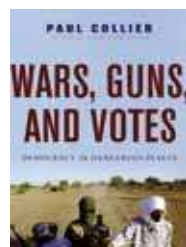
SUSCRIPCIONES  
Amanda González  
Calle 70 A No.7-86

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](mailto:anif@anif.com.co)  
PÁGINA WEB [www.anif.co](http://www.anif.co)

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



## Sumario Octubre - Diciembre de 2011

### EDITORIAL

- 4** La relación (beta) retorno-riesgo de las reformas estructurales: Evaluación de 2010-2012

### ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 9** Crisis financiera internacional e Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C): el legado de Greenspan  
Sergio Clavijo y Alejandro Vera
- 15** Autorregulación y profundización  
Carlos Alberto Sandoval
- 22** Mercado de activos financieros: expansión reciente y desafíos. El manejo tecnológico transaccional y las infraestructuras del mercado  
Jorge Hernán Jaramillo
- 32** Supervisión y regulación en un mercado de valores en expansión  
Jorge Castaño Gutiérrez
- 42** Relevancia y desarrollo del mercado de capitales en Colombia: Las experiencias de Nutresa e Isagen  
Juan Pablo Córdoba, Luis Fernando Rico y Carlos Enrique Piedrahita

### NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 52** Infraestructura minero-energética: Los desafíos de la Administración Santos
- 55** Líneas de pobreza e indigencia en Colombia Efectos del ajuste por calorías, ingresos y subsidios
- 60** Crisis pensional y deterioro fiscal: Colombia vista en el espejo de Europa

### ENTREVISTA

- 65** Democratizando la industria petrolera  
Javier Gutiérrez, presidente de Ecopetrol

### TORRE DE MARFIL

- 74** Guerras, armas y votos: la democracia en lugares peligrosos  
Libro escrito por Paul Collier

# La relación (beta) retorno-riesgo de las reformas estructurales: Evaluación de 2010-2012



**Durante su primer año de gobierno, la Administración Santos impulsó reformas fiscales y laborales, cuyos objetivos iban en la línea de lo sugerido por Anif, pero cuyo calado fue de menor envergadura al esperado.**

**T**ras un año de mandato, la Administración Santos (2010-2014) acaba de anunciar su agenda de prioridades para la segunda legislatura de 2011. Cabe destacar las siguientes: 1) la reglamentación del acto legislativo sobre regalías; 2) la reforma del Código de Minas; y 3) la Ley general de tierras. Anif ha añadido otras dos, no incluidas por la Administración Santos, pero que serán de vital importancia en el corto plazo para lograr un sano equilibrio fiscal: 4) la reforma tributaria; y 5) la reforma pensional.

En este escrito retomamos nuestra metodología sobre análisis de betas sociales ( $\beta$ ), definido como la razón  $\beta = \text{retorno socioeconómico} / \text{riesgo político}$  de impulsar dichas reformas estructurales (ver *Informe Semanal* No. 1033 de julio de 2010). A continuación presentamos los resultados que, en nuestra opinión, arrojó la agenda de reformas impulsadas por la Administración Santos durante su primer año de gobierno y, posteriormente, discutiremos el beta social que percibimos para esta nueva agenda de 2011.

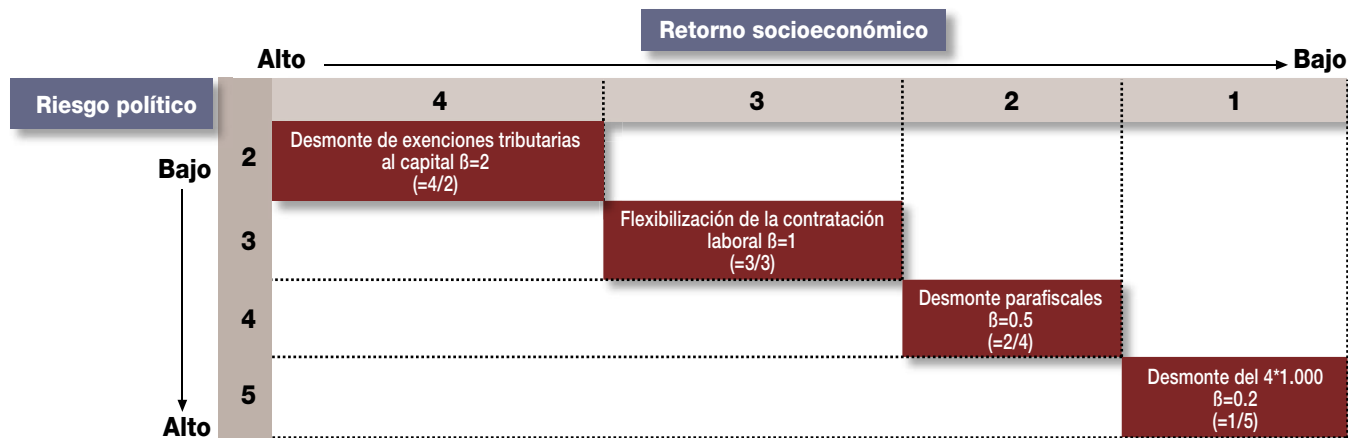
## Las recomendaciones de Anif sobre “betas sociales”

El gráfico 1 resume la posición que había tomado Anif respecto al ranking de reformas estructurales del período 2010-2014, tan pronto salió electo el presidente Santos

(en junio de 2010). En aquella ocasión le dábamos prioridad a una reforma que alterara la relación capital/trabajo ( $K/T$ ) a favor del trabajo, por medio del desmonte a las exenciones tributarias al capital, a la que le asignábamos el mayor “beta social”, equivalente a  $\beta=2$  ( $=4$  de retorno socioeconómico/2 de riesgo político). Complementariamente, ello se podía alcanzar a través de flexibilizar la contratación laboral. A este tipo de reforma le asignamos un “beta social” de  $\beta=1$  ( $=3/3$ ). Alternativamente, la relación  $K/T$  también podría inclinarse a favor del trabajo mediante el desmonte de parafiscales. Debido al mayor riesgo político que ello encerraba, su “beta social” era tan sólo de  $\beta=0.5$  ( $=2/4$ ). Por último, Anif veía que el desmonte del impuesto a las transacciones financieras ( $4 \times 1.000$ ) podría ayudar a la profundización financiera, aunque eso implicaba entrar a sustituir recursos por cerca del 0.8% del PIB. En este caso, el “beta social” que veíamos era de sólo  $\beta=0.2$  ( $=1/5$ ).

## Balance del primer año de la Administración Santos

Durante su primer año de gobierno, la Administración Santos impulsó reformas fiscales y laborales, cuyos objetivos iban en la línea de lo sugerido por Anif, pero cuyo calado fue de menor envergadura al esperado. En el tema fiscal, sobresalieron las reformas relacionadas con: a) cambios constitucionales al sistema

**Gráfico 1. "Beta social" de Anif en junio de 2010**

Fuente: cálculos Anif.

de regalías e inclusión del “criterio” de sostenibilidad fiscal; b) la Regla Fiscal; y c) la Mini-Reforma Tributaria (MRT) (incluyendo recursos para enfrentar la grave ola invernal), ver *Informe Semanal* No.1083 de julio de 2011. En el frente laboral, se impulsaron: a) leyes sobre alivios en pagos de parafiscales (primer empleo y apoyo a las Pymes); y b) ordenamiento del sector salud (aunque la Estatutaria ha quedado a mitad de camino).

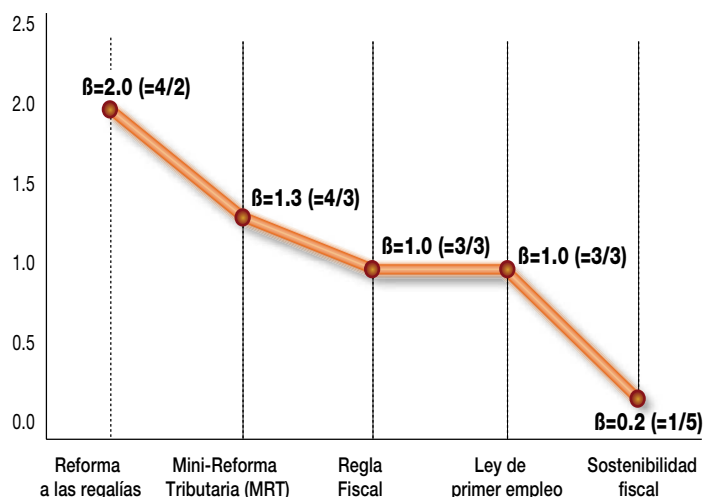
A continuación, haremos un balance, en términos de “betas sociales”, de las principales reformas aprobadas durante el primer año del gobierno de Santos.

**1. Reforma a las regalías.** Anif considera que esta reforma arrojó el mayor “beta social”, equivalente a  $\beta=2$  ( $=4/2$ ) (ver gráfico 2). Ello se explica por: i) su importante objetivo de redistribuir sus recursos a nivel nacional; ii) su mejor aplicación en materia de compensación por daños ambientales; y iii) su uso más eficiente al destinarlos, mayoritariamente, a la creación de infraestructura de carácter regional. El riesgo político en el que se incurrió resultó siendo de carácter moderado, gracias a la alianza estratégica que logró el equipo del gobierno con ese otro 77% de los municipios que estaban excluidos de dichos recursos.

**2. Mini-Reforma Tributaria.** En segundo lugar aparece la llamada Mini-Reforma Tributaria, a la cual le hemos asignado un retorno socioeconómico igual al de las regalías, pero con un riesgo político levemente superior,  $\beta=1.3$  ( $=4/3$ ). El alto retorno socioeconómico de la MRT se debe a las medidas

que se tomaron para generar recursos adicionales.

Aquí sobresalió la eliminación de la deducción por inversión en activos fijos (el 30% por reinversión de utilidades). También se incluyó un taponamiento inicial del 4X1.000, generando recursos por un 0.2% del PIB anuales, así como su posterior eliminación gradual (aunque sólo hacia el año 2018). Adicionalmente, se lograron recursos por cerca de \$2 billones (0.5% del PIB de 2010) entre 2012 y

**Gráfico 2. "Beta social" de las reformas llevadas a cabo en el primer año de gobierno del presidente Santos ( $\beta$ =retorno social/riesgo político)**

Fuente: cálculos Anif.

2013 para afrontar los daños de la pasada ola invernal a través de los decretos-leyes de emergencia (4627 y 4825), incluyendo la sobretasa al impuesto patrimonial.

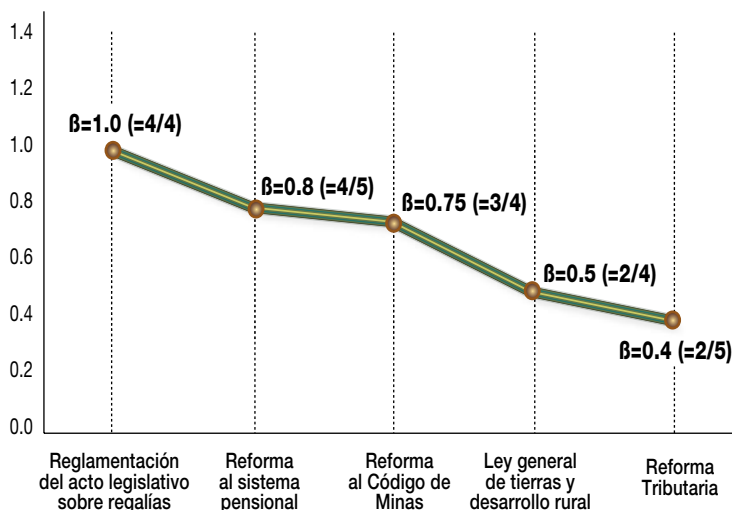
Apesar de que el costo político fue relativamente bajo, dada la situación de “emergencia invernal”, los efectos cruzados entre taponamientos en recaudos vs. generación de mayores gastos y/o de menores recaudos (reforma arancelaria) arrojan un VPN prácticamente nulo (+0.14% del PIB anual) en el horizonte 2011-2018.

### 3. Regla Fiscal.

En este caso el “beta social” resultó de nivel intermedio  $\beta=1$  ( $=3/3$ ). Tras diez meses de discusiones, se aprobó y quedó sancionada la Regla Fiscal bajo la Ley 1473 de 2011. Ésta es una buena noticia para propósitos de sentar bases institucionales que eventualmente ayuden a consolidar la “sostenibilidad fiscal” de Colombia. Sin embargo, como bien sabemos, ella no garantiza el objetivo de sostenibilidad fiscal, pues ello descansa es sobre la voluntad política, ya que el incumplimiento de dicha Regla Fiscal tan sólo conlleva sanciones de tipo moral (Ver *Informe Semanal* No. 1086 de agosto de 2011).

**4. Ley de primer empleo-Pymes.** Ésta arrojó un beta social de  $\beta=1$  ( $=3/3$ ). Bajo la Ley 1429 de 2010, los empresarios que generen vinculaciones laborales podrán descontar tributariamente de su imponible los aportes realizados al Sena, al ICBF y a las cofamiliares. De forma complementaria, dicha Ley exime temporalmente del pago de parafiscales a las Pymes que generen nuevas formalizaciones laborales. Vale la pena destacar que dicha reforma recibió un beta social intermedio, ya que su impulso es de carácter temporal y no estructural, luego su impacto será marginal al afectar sólo los nuevos empleos generados.

**Gráfico 3. "Beta social" de las reformas pendientes de la Administración Santos ( $\beta$ =retorno social/riesgo político)**



Fuente: cálculos Anif.

**En opinión de Anif, uno de los temas más importantes de la próxima agenda tiene que ver con la reglamentación del acto legislativo (ya aprobado) sobre distribución de las regalías.**

como hoy audiencias ante la Corte Constitucional, la cual seguirá determinando el gasto presupuestal con base en su amplia definición de “derechos fundamentales”, donde los criterios fiscales pasan a un segundo plano.

## La agenda Santos 2012-2014

**1. Reglamentación de las regalías.** En opinión de Anif, uno de los temas más importantes de la próxima agenda tiene que ver con la reglamentación del acto legislativo (ya aprobado) sobre distribución de las regalías. Esta reforma arrojaría el mayor “beta social”, equivalente a  $\beta=1$  ( $=4/4$ ), con elevado retorno, pero también con elevados riesgos (ver gráfico 3).

Los retornos potenciales provienen de reasignar cerca del 1% del PIB, cada año, y poderlos aplicar a mejoras sustanciales a nivel regional, especialmente en infraestructura. Sin embargo, también existe un elevado riesgo de desvíos hacia múltiples objetivos que podrían propiciar inclusive mayores gastos burocráticos.

**2. Reforma pensional.** Aunque la Administración Santos continúa teniendo dudas sobre la urgencia de corre-

## 5. Sostenibilidad

**fiscal.** Esta reforma arroja el beta social más bajo,  $\beta=0.2$  ( $=1/5$ ), ya que se trató de una reforma de gran desgaste legislativo (elevado riesgo político) y con bajo retorno socioeconómico. En efecto, ese desgaste viene desde la Administración Uribe-II (2006-2010), cuando se propuso elevar la restricción presupuestal a “principio” constitucional. El bajo retorno socioeconómico aquí asignado se debe a que éste fue aprobado simplemente como “un criterio”, adicional a otros. Esto implica que la declaración de “incidencia fiscal” a la cual podrá recurrir el Ejecutivo cursará




gir serios desbalances en el sistema pensional de “prima media”, Anif ha incluido dicha reforma en su agenda. El beta obtenido es bajo, pues aunque su retorno es elevado, sus riesgos de triunfo también lo son, arrojando un  $\beta=0.8$  ( $=4/5$ ). Esto equivale a un alto retorno socioeconómico, pero a un riesgo político todavía mayor.

La actual crisis del mundo desarrollado nos indica que este tipo de reformas siempre será “impopular”, pero no cabe duda de la importancia de “darse la pela política” para evitar los descalabros de la “periferia europea”. ¿Qué debe hacer dicha reforma? Ella debe: i) marchitar el régimen de prima media; ii) reducir 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, hasta llevarlas a 62/65 años y anclarlas a los progresos en la esperanza de vida (ver *Comentario Económico* del Día 25 de agosto de 2011).

**3. Código de Minas.** La Administración Santos está urgida de enmendar la declaratoria de inconstitucionalidad de la Ley 1382 de 2010, que modificaba el Código de Minas (Ley 685 de 2001). Allí se adujo, entre otros factores, la carencia de suficiente “socialización” de dicha Ley con las comunidades potencialmente afectadas. En línea con lo anterior, el “beta social” que estimamos para dicha reforma es de  $\beta=0.75$  ( $=3/4$ ).

**4. La Ley general de tierras y desarrollo rural.** Ésta es central a los objetivos de restitución social que se ha trazado la Administración Santos. Sin embargo, su retorno social y su implementación aún no están claros, pero sus riesgos de entramamiento político son elevados. Por estas razones le asignamos un “beta social” bajo de sólo  $\beta=0.5$  ( $=2/4$ ).

**5. Reforma tributaria estructural.** Dicha reforma debe apuntar a recaudar cerca del 1.8% del PIB por año, tratando de cerrar la brecha de bajos recaudos que exhibe Colombia frente al promedio de América Latina (13% vs. 16% del PIB). Los primeros borradores sobre dicha reforma que se han conocido dejan entrever que el recaudo adicional tan sólo sería del 0.6% del PIB (ver *Comentario Económico del Día* 30 de agosto de 2011). Luego el retorno no sería elevado y, en cambio, existe un alto riesgo de que el Congreso compre la idea de bajar las tasas de imprevista (del 33% al 25%), pero no proceda a eliminar todas las exenciones. Por estas razones, esta medida termina arrojando el “beta social” más bajo, con un  $\beta=0.4$  ( $=2/5$ ). 

# RASEC REPORTE ANIF SECTOR CONSTRUCCIÓN

**ANIF** Centro de Estudios Económicos  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras



## SUSCRÍBASE AL MEJOR ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

Información estadística y soporte gráfico de las principales variables que permiten analizar el desempeño del sector en la coyuntura. Dentro de la información que incluye este producto se encuentra el comportamiento de las licencias en construcción, la evolución del número de metros cuadrados en construcción, por tipo de edificación, el valor y el número de las transacciones inmobiliarias, los nuevos préstamos hipotecarios aprobados a individuales y los nuevos créditos destinados a los constructores, así como los precios de la vivienda nueva por estrato. A esta información estadísticas se suma un análisis semestral del sector.

Suscripciones

ANIF · Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Calle 70A N° 7-86 · Tels.: 310.1500, 310.1860

Línea gratis fuera de Bogotá 01.800.011.9907

mivanegas@anif.com.co

**www.anif.co**



www.taringa.net

# Crisis financiera internacional

## e Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C)

### El legado Greenspan

Sergio Clavijo y Alejandro Vera \*

**Los meses de julio-octubre de 2011 fueron de particular turbulencia en la economía global. El grueso de los analistas elevó del 30% a cerca del 50% las probabilidades de que Estados Unidos experimente una pronta recesión (contracciones del PIB-real en trimestres consecutivos) entre finales de 2011 y principios de 2012. En Europa las cosas pintan aún peor, pues a los graves problemas fiscales de la llamada “periferia”, ahora se suman señales de contagio sobre España, Italia y, nuevamente, sobre Francia (por la vía de la debilidad de su sistema financiero, como bien lo acaba de señalar el FMI). En el caso de Europa, se pronostica crecimiento nulo o una contracción de medio punto durante el año 2012.**

Afortunadamente, en las últimas semanas hubo noticias esperanzadoras aunque opacadas por la idea griega de someter lo ya acordado a un referendo en su país. Sólo en la reunión del G-20 lograron abortar esa idea

cuasi suicida para la sostenibilidad del euro (como lo conocemos hoy). Los últimos acuerdos incluyeron: i) elevar el “haircut” de la deuda griega del 20% al 50%, atendiendo sus efectos con una recapitalización del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (probablemente triplicándolo respecto de sus actuales €\$440.000 millones); ii) la toma de conciencia de la urgencia de entrar a recapitalizar el sistema bancario de Europa; y iii) utilizar los dineros del Banco Central Europeo como “última instancia” (posición de Alemania) e impulsar la recapitalización del fondo de salvataje a través de esfuerzos fiscales conjuntos (“periferia”, España e Italia). Empero, todo lo anterior probablemente significará mayores restricciones fiscales y financieras para el mundo desarrollado, a costa de menor crecimiento global. Por ejemplo, el FMI pronostica un crecimiento en el rango 3.6%-4.0% para la economía mundial durante 2011-2012 (ver Anif, 2011a).

Así, del período de la “nueva economía” (2003-2007), postulado y defendido por Greenspan, hemos pasado a una prolongada Gran Recesión (2007-2011), ahora entrando en su quinto año y con perspectivas poco halagüeñas, a pesar de la aplicación del modelo “Helicóptero-Ben” (haciendo alusión a las repetidas inyecciones de liquidez). En particular, se ha empezado a fraguar un cuadro preocupante donde convergen: i) el agotamiento del impulso monetario y financiero, con una trampa de liquidez incapaz de revitalizar la demanda agregada; ii) exigencias de ajuste fiscal inmediato ante déficits fiscales que bordean el 10% del PIB en Estados Unidos y Europa; y iii) la inacción del sistema político, a la espera de solucionar los próximos eventos electorales en las principales economías desarrolladas del mundo (ver Anif, 2011b).

\* Director y subdirector de Anif, respectivamente. E-mail: avera@anif.com.co

En este contexto, cabe preguntarse ¿cuáles fueron las causas de esta gran debacle económica? ¿Por qué las autoridades no previeron los efectos de los sobreapalancamientos financieros, especialmente hipotecarios? ¿Será que el “Maestro” Alan Greenspan ya está arrepentido de su inacción regulatoria y de los excesos de liquidez que proveyó y alimentaron dicha debacle? Como veremos, Greenspan no está arrepentido y da a entender que en materia regulatoria no había mucho más que hacer (aunque la Ley Dodd-Frank opina todo lo contrario). Si bien es cierto que él acuñó la idea de una “exuberancia financiera algo irracional”, poco y nada hizo para contener los “espíritus animales” de los administradores de portafolio. Claramente Greenspan confiaba demasiado en su capacidad de persuadir a los mercados a través de la llamada “ambigüedad constructiva”. Pero, paradójicamente, el mercado lo interpretaba en el sentido contrario: existía un “Greenspan-put” que pensaban ellos les permitiría siempre obtener valorizaciones, nunca retracciones financieras. La lección más práctica es que los banqueros centrales pos-

Greenspan deben tener a mano su “caja de herramientas macroprudenciales” para implementar lo que Anif ha denominado la Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C).

## Los postulados de Greenspan

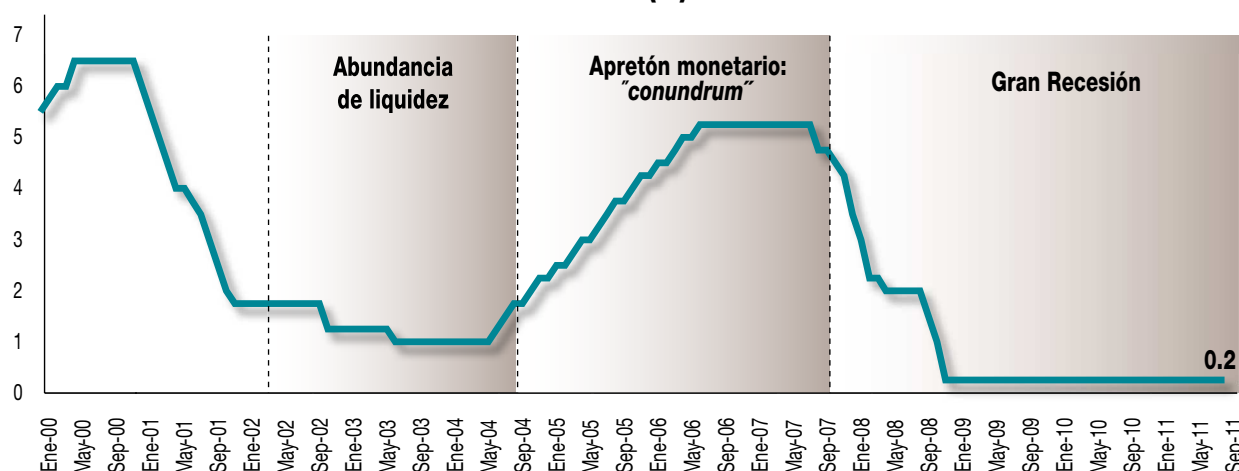
Greenspan estaba convencido de que el sector productivo había cambiado el ciclo económico para siempre a

**La lección más práctica es que los banqueros centrales pos-Greenspan deben tener a mano su “caja de herramientas macroprudenciales” para implementar lo que Anif ha denominado la Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C).**

través del uso de la tecnología de punta y de “producir sobre pedidos”, minimizando el perverso efecto de la acumulación de inventarios, particularmente durante el período 1995-2005. Bastaba acompañar ese mundo de la “nueva economía” con liquidez suficiente, para evitar ciclos recesivos largos, tal como se experimentó durante 2000-2001.

En efecto, la tasa repo en Estados Unidos se mantuvo entre el 1%-2% nominal durante 2002-2004 y la economía salió rápidamente de dicha minirrecesión. Sin embargo, la porción de este postulado que resultó errada era pensar que el mundo financiero especulativo no caería en el ciclo de manías-pánicos-crisis. Se creía (erradamente) que los mercados competitivos sabrían autocontrolarse y que los derivados ofrecerían todo tipo de coberturas a futuro. Nótese que la Fed reaccionó tardíamente durante 2003-2006 al elevar su repo-central hacia el 5.25%, cuando los mercados *subprime* hipotecarios ya habían generado una gran burbuja, incluyendo la del consumo de bienes semidurables (ver gráfico 1).

**Gráfico 1. Estados Unidos: Federal Funds Rate (%)**



Fuente: elaboración Anif con base en Federal Reserve.



En sus memorias, Greenspan mencionaba que, aun si quisiera, la Fed no contaba con el conocimiento ni el marco regulatorio adecuado para frenar dichos excesos financieros de 1995-2006 (Greenspan, 2007). Por ello, él recurría a: i) la estrategia de ambigüedad constructiva en el manejo de la tasa repo (*Federal Funds Rate*); ii) evitar el “pinchazo” de burbujas, pormiedo a causar mayores problemas (discurso también usado por nuestro Banco Central durante 2005-2007); y iii) confiar en el mercado de derivados financieros como un elemento de autoseguro.

Aunque Greenspan veía esa “exuberancia irracional”, la abundante liquidez que generaban sus políticas pro-crecimiento y pro-profundización financiera producían cosas extrañas. Por ejemplo, se presentaba un raro comportamiento de la curva de tesoros, el llamado “*conundrum*”: un alza en las tasas de interés de corto plazo de la Fed reducía, más que proporcionalmente, el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano de largo plazo. Esto último, a su vez, arrastraba a la baja el costo del financiamiento hipotecario, con lo cual se impulsaba aún más la actividad económica de corto plazo (en contravía del objetivo inicial). El mercado creía que Greenspan siempre proveería la liquidez suficiente para esperar valorizaciones financieras, confiado en que la “nueva economía” significaba sólo más crecimiento y productividad, cuando en paralelo también se creaba un mundo altamente especulativo.

### ***El Greenspan poscrisis (... aún no converso)***

En sus confesiones más recientes (Greenspan, 2010), él argumenta que: i) la Fed sólo controla la tasa del *money market*, pues la correlación entre la tasa repo y las tasas de interés de largo plazo inclusive

ha bajado de 0.8 a 0.2; ii) ante un exceso de ahorro (*saving glut*), el mayor crecimiento de Estados Unidos ocurre a través de más deuda (los ahorros de los asiáticos) y es poco lo que la Fed puede hacer al respecto; y iii) la burbuja hipotecaria, dice Greenspan, no la produjo la Fed, sino las excesivas titularizaciones, promovidas por entes cuasi fiscales, como Fannie Mae-Freddie Mac, y por las calificadoras crediticias.

Aunque sería dispendioso contestar cada uno de estos contraargumentos de Greenspan, nuestra visión (simplificada) es que buena parte del problema radica en el punto i), pues la liquidez opera con vasos comunicantes, luego si la de corto plazo se restringe adecuadamente, ello tendrá impactos que permitirán “enfriar” los negocios de largo plazo y evitar sobreapalancamientos. El punto ii) todavía está en discusión y sobre el punto iii) tiene razón Greenspan al mencionar que se trata de fallas regulatorias más gubernamentales que de la Fed. Más aun, en este último punto, Greenspan reconoce explícitamente la falla regulatoria de no haber prohibido las cuotas hipotecarias súper mínimas y los llamados *resets* (tasas de interés cero en los primeros años, pero después rápidos ascensos, que terminan con daciones en pago). Greenspan concluye aceptando que se requiere una reingeniería bancaria, guiada por los lineamientos actuales de Basilea III.

**Greenspan reconoce explícitamente la falla regulatoria de no haber prohibido las cuotas hipotecarias súper mínimas y los llamados resets (tasas de interés cero en los primeros años, pero después rápidos ascensos, que terminan con daciones en pago).**

### **La Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C)**

Anif ha sido de la opinión de que los bancos centrales no pueden limitarse a controlar la inflación (esquema de IO tradicional), pues detrás de la liquidez también pueden estarse generando excesos crediticios y burbujas especulativas. La Gran Recesión (2007-2011) es buen ejemplo de lo que puede ocurrir cuando no se tiene una visión más comprensiva del asunto monetario-financiero. Como es sabido, el instrumental preferido por la IO descansa en las “señales” vía tasa de interés repo-central, la cual transmite la postura de la política monetaria a través del conjunto de sus tasas lombardas hacia el mercado interbancario y bancario.

Pues bien, en los años anteriores poco aportó la IO-tradicional a la hora de encarar los graves problemas de sobreapalancamiento del sector hipotecario, la compleja red de titularizaciones y las operaciones “derivadas” por fuera de balance. La excesiva liquidez del período 2002-2006 alimentó especulaciones financieras y las “burbujas mutantes”, que la propia Fed no vio venir (ver Anif, 2006).

En efecto, se trató de un verdadero sistema de “multiburbujas”. En Estados Unidos ese sistema se inició en 1999, con una burbuja especulativa alrededor de las telecomunicaciones

(burbuja *dotcom*). Hoy nadie parece acordarse del colapso de Netscape o de B2Stores, que indujeron valorizaciones del 400% en el Nasdaq (entre otras) antes del estallido en 2001. Esta burbuja tuvo un efecto cascada sobre los activos bursátiles, cuando el S&P 500 se ubicaba muy por encima de su media histórica de 17 veces en su relación precio/ganancia. Coincidieron entonces el inicio de la recesión y los ataques terroristas a Estados Unidos, agravando el ciclo. Sin embargo, se trató de una minirrecesión, donde los esquemas de *just in time* y la mayor productividad de la “nueva economía” dieron sus frutos. En 2004, la excesiva liquidez migró hacia los bonos de deuda privada y en 2005-2007 hacia el mercado hipotecario, con el desenvolvimiento ya conocido por todos de la crisis *subprime*. Todo ello explica la situación de retracción del crédito (*credit crunch*) y la debilidad de la recuperación económica que enfrenta Estados Unidos en 2010-2011 (ver gráfico 2).

En Colombia, esas “burbujas mutantes” tampoco fueron detectadas

por la IO utilizada por el Banco de la República. En particular, los excesos de liquidez se manifestaron en burbujas bursátiles y de TES (2005-2006) y en una miniburbuja crediticia que logró ser controlada (2007-2008). Finalmente, ello se manifestaría en rebrotes inflacionarios en 2007-2008, incumpléndose las metas de inflación. Así, para prevenir todo lo anterior,

**Se trata de implementar ahora una estrategia de Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C). Es decir, la IO-tradicional debía continuar con su manejo vía tasas de interés, pero complementándose con medidas macroprudenciales para prevenir la formación de burbujas especulativas.**

las políticas macroprudenciales ahora impulsadas por el FMI y el G-20 tienen una orientación adecuada. Ellas contienen muchos de los elementos que, desde el año 2005, viene estimulando el BIS y que Anif también había recogido desde esa época (ver Anif, 2005) antes del estallido de la crisis en agosto de 2007, ver cuadro 1. Así, se trata de implementar ahora una estrategia de Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C). Es decir, la IO-tradicional debía continuar con su manejo vía tasas de interés, pero complementándose con medidas macroprudenciales para prevenir la formación de burbujas especulativas. Este tipo de medidas macroprudenciales tiene que ver con, por ejemplo: a) adoptar cuotas iniciales en la adquisición de vivienda; b) límites a la porción del valor que se puede sacar del balance bancario a través de las titularizaciones; c) límites a los apalancamientos en derivados (especialmente con dinero del público); d) manejo de provisiones anticíclicas; y e) encajes sobre moneda extranjera y hasta controles de capital selectivos.

**Gráfico 2. Burbujas especulativas multi-mercado (Evolución 1997-2010)**



Fuente: elaboración Anif.

**Cuadro 1. Enfoque de política monetaria macroprudencial**

Objetivo	Instrumento
Estabilidad de precios (baja inflación)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tasa de interés de corto plazo.</li> </ul>
Supervisión financiera	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Medidas cuantitativas de control de crédito (provisiones anticíclicas).</li> <li>• Limitaciones a operaciones con derivados.</li> <li>• Restricciones a la exposición en moneda extranjera.</li> <li>• Depósitos al endeudamiento externo y a la inversión extranjera de portafolio.</li> </ul>

Inflación  
Objetivo  
Pura (IO)

Inflación  
Objetivo-  
Comprehensiva  
(IO-C)

Fuente: elaboración Anif.

En suma, la nueva arquitectura financiera internacional se estará moviendo en la dirección de la IO-C, donde Basilea III y la Ley Dodd-Frank en Estados Unidos ya están en la tarea reglamentaria. En el corto plazo, sin embargo, la situación financiera es tan frágil en Estados Unidos y Europa que seguramente muchos de los elementos precautelativos y de “colchones” de capital y de liquidez tomarán un buen tiempo en implementarse.

## Conclusiones

Hemos entrado al quinto año de una crisis internacional que se ha extendido más allá de lo inicialmente previsto. La génesis de los sucesos actuales se remonta a los excesos de liquidez del período 2002-2006. Esto permitió la formación de diferentes burbujas de activos (como el caso hipotecario) así como un sobreapalancamiento de los hogares y un uso excesivo de las titularizaciones y de los derivados financieros. El maestro Greenspan se obnubiló por la “nueva economía” del sector real y dejó en piloto automático al sector financiero. Este último terminó

sobreapalancado y generó riesgo sistémico global. Como vimos, nosotros consideramos que el Greenspan aún no converso a la ortodoxia hubiera hecho bien en frenar la liquidez del período 2002-2006, pues ésta opera con vasos comunicantes hacia los negocios de largo plazo. Es cierto que buena parte de los daños provino de fallas regulatorias ajenas a la Fed, que ahora la Ley Dodd-Frank busca subsanar, pero hasta el propio Greenspan reconoce explícitamente el error de no haber prohibido las cuotas hipotecarias súper mínimas y los llamados *resets* (tasas de interés cero en los primeros años, pero después rápidos ascensos, que terminan con daciones en pago). Hasta Greenspan está de acuerdo con una reingeniería bancaria, guiada por los lineamientos actuales de Basilea III.

En Colombia, las enseñanzas de una estrategia tipo IO-C deberían aplicarse claramente en la coyuntura actual, donde el Banco de la República (BR) ha hablado mucho de su “preocupación” con el crecimiento crediticio y la apreciación cambiaria, pero sin destapar aún su caja de herramientas macroprudenciales. Incluso,

gran parte de esta tarea ha recaído recientemente en la Superfinanciera, que ha tenido que adoptar nuevas medidas de provisiones y garantías para drenar el crecimiento del crédito, que ya llegaba al 20% real al corte de septiembre de 2011. ANIF

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2011a), “Señales de ALI para octubre de 2011”, *Informe ALI* No. 65 de noviembre de 2011.
- Anif (2011b), “Señales de ALI para agosto de 2011: efectos de la turbulencia internacional”, *Informe ALI* No. 63 de septiembre de 2011.
- Anif (2006), “Burbujas especulativas multi-mercados y los excesos de liquidez”, *Comentario Económico del Día* 25 de Julio.
- Anif (2005), “Valorización, inflación de activos y excesos monetarios”, *Informe Semanal* No. 796 de agosto de 2005.
- Greenspan, A. (2010), “The Crisis”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010.
- Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, The Penguin Press, September.



Carlos Alberto Sandoval \*

# Autorregulación y profundización

**E**ste artículo señala que la autorregulación contribuye de diversas formas a una mayor profundización del mercado de capitales. La primera sección discute el concepto de profundización y presenta en forma breve la dinámica del mercado de valores en Colombia. La segunda sección aborda los elementos requeridos para el desarrollo del mercado e introduce el rol de la autorregulación. La tercera sección, que es la central, ilustra sobre la forma en que la autorregulación ha contribuido a la profundización del mercado y cómo podría aportar aún más a su desarrollo.

## Profundización del mercado

Hay diversas formas de medir qué tan profundo es un mercado. Tradicionalmente esa medición compara el tamaño del mercado frente a la economía (su Producto interno) y a sea considerando los flujos (volúmenes negociados) o los “stocks” (los saldos de los recursos).

La profundización del mercado de valores se puede medir a través de in-

dicadores como: la capitalización bursátil, o valor de mercado de las compañías que están listadas y se transan en bolsa; el monto de inversiones de terceros que es administrado por las entidades financieras; los volúmenes diarios de negociación en los mercados de renta fija, variables y derivados; y el número de personas que participa en el mercado (comprando o vendiendo).

Esos indicadores muestran una mayor profundización del mercado de valores colombiano. La capitalización bursátil en Colombia equivale al 75% del PIB frente al 41% en 2008 y los fondos de terceros administrados por entidades vigiladas corresponden al 40% del PIB (28% en 2008). El volumen de negociación diario en valores aumentó del 1.9% del PIB en junio de 2000 al 7.1% del PIB en junio pasado. Las personas naturales son más activas en el mercado, y el año pasado hubo 191.000 inversionistas frente a 76.000 en 2005.<sup>1</sup> Recientemente se anunció que el número de personas naturales que son accionistas superó el millón. Esos positivos resultados reflejan que



\* Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.

El autor agradece la colaboración de José Rodrigo Vélez, Subgerente Técnico de AMV, en la elaboración de este artículo. E-mail: csandoval@amvcolombia.org.co

<sup>1</sup> La medición se refiere a las personas naturales que compraron o vendieron valores en esos años.



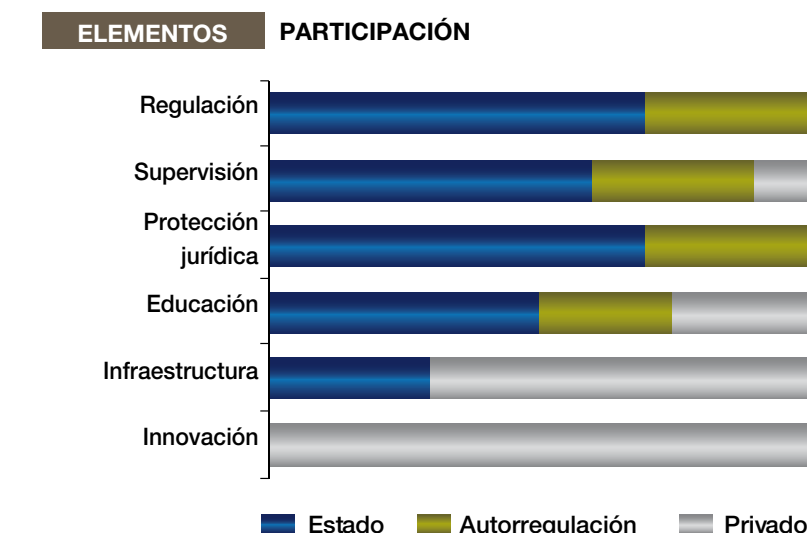
tanto el sector privado real como el financiero han venido creciendo y demandan mayores recursos en el mercado de valores. Además, las instituciones financieras ofrecen cada vez más productos y servicios. Pero ese crecimiento no hubiese sido posible sin la existencia de un marco macroeconómico estable y una supervisión adecuada. Que el país haya sorteado con éxito la crisis financiera internacional de 2008 y el sector financiero haya permanecido sólido se debe en buena medida a que autoridades como el Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y la Superintendencia Financiera han venido haciendo su labor de forma acertada.

Pese a los importantes avances conviene también reconocer que Colombia tiene aún mucho terreno por recorrer. Eso es evidente cuando se mira la profundización de mercados de la región como los de Chile y Brasil.

## Requisitos para la profundización del mercado

Siguiendo a Black, los mercados de valores son “mágicos” pues “...los inversionistas pagan a extraños enormes cantidades de dinero por la adquisición de derechos completamente intangibles, cuyo valor depende enteramente de la calidad de información que les sea entregada y de la honestidad de los vendedores”.<sup>2</sup> La tesis del autor es que la reducción de asimetrías de información y la generación de confianza pueden lograrse gracias a un conjunto de instituciones públicas y privadas que permitan a los inversionistas contar con una razonable seguridad sobre la confiabilidad de la mayoría de emisores.

La responsabilidad que recae en las instituciones públicas es evidente. Difícilmente un mercado podría desarrollarse en ausencia de un sistema judicial oportuno y justo, una regulación



y supervisión de carácter prudencial que proteja el ahorro del público y una normativa tributaria que estimule los negocios. Pero instituciones privadas tales como firmas de auditoría, bancos de inversión y calificadoras de riesgo también desempeñan tareas vitales en la reducción de asimetrías de información y generación de confianza. Los organismos de autorregulación, por su parte, pueden cumplir diferentes funciones, entre ellas las de servir de complemento de la regulación y supervisión estatal y la de elevar los estándares de comportamiento de los participantes en el mercado, ya sean emisores, intermediarios o de las demás instituciones privadas mencionadas.

En línea con el argumento de Black, el desarrollo del mercado requiere de diversos prerrequisitos, entre ellos un adecuado marco normativo y de supervisión y una efectiva protección legal a los inversionistas. Las instituciones públicas desempeñan el rol principal en estas materias, pero los organismos de autorregulación pueden contribuir de manera importante. Se podría pensar en otros prerrequisitos tales como la innovación o la infraestructura de los sistemas de negociación, sobre los cuales es mayor el liderazgo de instituciones de carácter privado.

El cuadro 1 muestra diferentes elementos que son indispensables para la profundización del mercado (regulación, supervisión, protección jurídica, educación, infraestructura e innovación). Se sugiere que de acuerdo con la naturaleza de cada elemento podría haber mayores (menores) actividades a cargo de las instituciones públicas, las privadas o los organismos de autorregulación.

## Autorregulación y profundización

Una de las dificultades del concepto de autorregulación es que el término es usado de manera diferente por los expertos. Varios funcionarios públicos de hecho mencionaron que la autorregulación fue la causa de la crisis financiera global. El entonces ministro de Economía y Finanzas de Italia, Tommaso Padoa-Schioppa, señaló que fue una equivocación pensar que los

<sup>2</sup> Bernard Black (2001), “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”. UCLALaw Review, Vol 48. Artículo traducido al español en Análisis-Revista del Mercado de Valores. Número 2. Edición junio de 2011, página 13.

mercados podían dejarse a su arbitrio confiando en que ellos podían autorregularse. Crítica que a nuestro sentir debería enfocarse hacia el concepto de “desregulación”. No de otra manera podría calificarse el hecho de que las autoridades no hubiesen fijado límites de apalancamiento de operaciones financieras o que diversos productos no contaran con regulación alguna. Siguiendo una definición ampliamente aceptada, como la de Carson (2011)<sup>3</sup>, la autorregulación difiere sustancialmente de la desregulación, ya que el término se refiere a: i) las funciones internas de control y cumplimiento de las entidades, ii) estándares creados por una industria, y iii) un organismo que desempeña funciones sobre un grupo de miembros que comparten ciertas características.

Cuando un organismo de autorregulación tiene capacidad de fijar normas, exigir su cumplimiento y sancionar a quienes no las cumplen, y cuenta con un gobierno corporativo que le permite actuar con independencia, difícilmente podría concluirse que ese concepto se asemeja al de desregulación.

A continuación se discute cómo la autorregulación contribuye a la profundización del mercado. En primer lugar se destaca que en los intermediarios de valores está la responsabilidad inicial para lograr el desarrollo sostenido del mercado y el rol que juega la elevación de los estándares de la industria. Luego se señala que a través de diversos instrumentos los organismos de autorregulación aportan al mismo propósito.

### **Los intermediarios de valores y los estándares de la industria**

Los Intermediarios del Mercado de Valores (IMV) cumplen con una función crucial al acercar a emisores e inversionistas en el mercado primario y a inversionistas de diferente naturaleza en el secundario. En particular

cuando se trata de inversionistas que son personas naturales no profesionales, el IMV es el vehículo a través del cual la información se transmite y los participantes reciben las señales de confianza en el mercado. En su concepción básica, el IMV vela exclusivamente por los intereses del cliente y por ello su responsabilidad es significativa. En la relación emisor-inversionista siempre está presente un intermediario, que es finalmente a quien el inversionista conoce de manera directa y en quien confía.

Adelantar sus actividades y lograr un crecimiento sostenible supone que el IMV cuenta con un adecuado sistema de control interno y con políticas de cumplimiento normativo. Este

los estándares, así como la metodología de recopilación, comparación, y ponderación, entre otros. Se debe también contar con la capacidad de exigir la entrega de información y por ello un ejercicio de estándares usualmente requiere de una entidad que coordine con alguna autoridad. Por lo anterior, una asociación de industria, un gremio, o un organismo independiente de autorregulación son usualmente quienes coordinan este tipo de esfuerzos. De hecho, AMV adelantó en los últimos años un ejercicio con todos los IMV, cuyo objetivo fue identificar y compartir los estándares de la industria en relación con diversos deberes (generales, de información, de documentación, frente

---

**Cuando un organismo de autorregulación tiene capacidad de fijar normas, exigir su cumplimiento y sancionar a quienes no las cumplen, y cuenta con un gobierno corporativo que le permite actuar con independencia, difícilmente podría concluirse que ese concepto se asemeja al de desregulación.**

---

esquema debe ser lo suficientemente robusto para prevenir la ocurrencia de conductas indeseadas y para manejarlas en forma apropiada cuando se presenten.

No sobra recordar que ni el mejor esquema regulatorio y de supervisión está en capacidad de sustituir la cultura de cumplimiento de las entidades. La primera capa de supervisión del mercado son los IMV porque éstos deben desarrollar herramientas para detectar posibles infracciones, y más importante aún, resolverlas de raíz. Identificar los mejores estándares de la industria e implementarlos es una forma de contribuir a una mayor cultura de cumplimiento y profesionalismo. Hacer un ejercicio en esta materia supone primero definir los temas sobre los cuales se quiere establecer

a los conflictos de interés, separación de activos, asesoría, sanos usos y prácticas, etc). Se preguntaba, por ejemplo, cuáles eran las políticas y procedimientos de los intermediarios para las operaciones de partes relacionadas de los intermediarios y sus personas naturales vinculadas. Con base en las respuestas se establecían cuáles eran los mejores estándares (por ejemplo formatos de revelación de información que debían entregarse en intervalos de tiempo determinados y que eran revisados por funcionarios senior). Los resultados permiten com-

<sup>3</sup> Ver Carson, John. “Self-Regulation in Securities Markets”. Policy Research Working Paper No 5542, The World Bank, 2011.

parar un IMV con sus intermediarios afines, y con la industria como un todo. De esta forma, cada IMV podría comparar cómo eran sus estándares en 164 aspectos frente a sus pares de la industria.

### Los organismos de autorregulación

Organismos de autorregulación como AMV tienen como propósito que el mercado de activos financieros se desarrolle en un marco de integridad y transparencia. Los objetivos específicos primordiales son: 1) marco normativo claro que permita el funcio-

Por esa razón conviene asignar funciones regulatorias a organismos especializados tales como reguladores u organismos autorreguladores para que ellos adopten normas que reflejen las realidades del mercado y supervisen y exijan su cumplimiento. En mercados como los financieros, en donde hay enorme innovación en productos, servicios y tecnología<sup>4</sup>, es evidente la necesidad de contar con esos organismos especializados.

AMV es un buen ejemplo de cómo un organismo de autorregulación puede aportar su conocimiento especializado para desarrollar normas y/o cubrir posibles vacíos legales, respetando

Luego de la crisis financiera global de 2008, hay un reconocimiento adicional a la importancia y la utilidad de la autorregulación. Una vez se tiene claro que autorregulación y desregulación son conceptos diferentes (e incluso opuestos), se facilita entender que los organismos de autorregulación pueden contribuir de manera efectiva a la estructura de la regulación y supervisión de los mercados financieros. Esto se reconoce en los países más golpeados por la crisis. De hecho el *Dodd-Frank Act* señala que se debe evaluar la conveniencia de apoyarse en los organismos de autorregulación para supervisar a los asesores financieros, a los fondos privados de inversión así como para reducir los conflictos de interés al interior de las calificadoras de riesgos. Incluso Basilea III refuerza la importancia de los pilares 2 y 3 (supervisión/control interno y disciplina de mercado), reconociendo que ningún monto ni estructura de capital son suficientes para compensar débiles sistemas de autogestión y autocontrol.

Hacia adelante, es evidente que AMV puede contribuir de manera significativa a la profundización del mercado a través de su actividad normativa. La agenda de temas en los cuales se está trabajando incluye el desarrollo de la actividad de asesoría financiera independiente; definición de la actividad de intermediación; segundo mercado; bonos pensionales; y el régimen de inversión de recursos públicos, entre otros. Además de lo anterior, recientes experiencias indican la necesidad de evaluar las mejores opciones de

---

**Contar con instrumentos que permitan disuadir y corregir conductas nocivas es un elemento crucial para contar con un mercado de valores íntegro y transparente en el cual los inversionistas estén debidamente protegidos.**

---

namiento eficiente de los mercados; 2) disuadir y corregir las conductas nocivas, y 3) proteger los intereses de los inversionistas.

A continuación se señala cómo la autorregulación contribuye a la profundización del mercado a través de instrumentos tales como el marco normativo, la disuasión y corrección de conductas, la solución de conflictos y la educación financiera.

### Marco regulatorio

La regulación estatal puede corresponder a un enfoque basado en principios o en reglas. Usualmente hay vacíos en la normativa legal ya sea porque la generalidad deja a la interpretación el cómo cumplir las normas o porque las reglas detalladas no son exhaustivas y quedan por fuera elementos importantes. En la literatura este problema se conoce como la *hipótesis de la ley incompleta* (Ver Pistor y Xu, 2003).

los principios básicos de la regulación estatal. Éste sería el caso de la normativa<sup>5</sup> expedida por el Autorregulador en temas como la regulación especializada sobre conflictos de interés; certificación de los profesionales del mercado; test, criterios y puertos seguros sobre operaciones cruzadas y operaciones en divisas; descubrimiento de precios, y libre competencia. Para una mejor ilustración, en este último caso AMV estableció criterios y condiciones bajo los cuales es posible pre-mercader y compartir información previa a las operaciones sin que éstas se consideren preacuerdos que afecten la libre competencia.

A través de esas claridades documentadas, el organismo de autorregulación disminuye la incertidumbre normativa a los agentes del mercado de valores, permitiendo que los intermediarios actúen en un ambiente de competencia, elemento determinante para la profundización del mercado.

<sup>4</sup> Para una reflexión más detallada sobre este tema ver: Sandoval, Carlos, "Editorial", *Análisis - Revista del Mercado de Valores*, No 2, 2011.

<sup>5</sup> Acá el término "normativa" se refiere no sólo a la expedición de reglamentos, sino también a la fijación de criterios a través de documentos de política y de interpretación, incluyendo los conceptos legales.

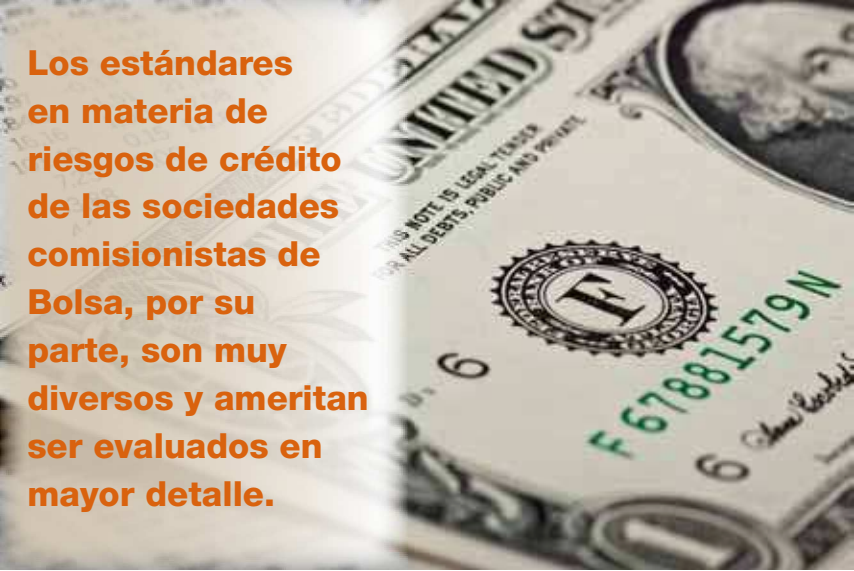
regulación y autorregulación para diferentes problemáticas de la intermediación de valores: i) eventuales conflictos que se generan cuando los accionistas de los intermediarios son también clientes de la misma entidad; ii) marco de actuación para los llamados “administradores de facto”; iii) estándares en la actividad de colocación y ofrecimiento de nuevos productos a los clientes; y iv) revelación de las operaciones de “insiders”.

Los estándares en materia de riesgos de crédito de las sociedades comisionistas de Bolsa, por su parte, son muy diversos y ameritan ser evaluados en mayor detalle. Los riesgos de liquidez podrían también suponer exigencias mayores para las operaciones de fondeo.

### ***Disuasión y corrección de conductas***

Contar con instrumentos que permitan disuadir y corregir conductas nocivas es un elemento crucial para contar con un mercado de valores íntegro y transparente en el cual los inversionistas estén debidamente protegidos. La prevención es una de las principales actividades que adelanta un organismo autorregulador. De hecho, el objetivo de elevar los estándares de la industria que se comentó anteriormente es parte importante de la actividad preventiva. En la medida en que los intermediarios cuenten con mejores estándares en sus operaciones y mayor profesionalismo por parte de sus miembros, las infracciones tenderán a ser menores.

Prevenir la ocurrencia de infracciones es benéfico para el mercado y para la sociedad porque las afectaciones a los inversionistas pueden ser considerables. De allí que diversos analistas concluyan que invertir en prevención es rentable.<sup>6</sup> Como se señala en la Política de Cumplimiento Normativo de AMV: “Desde una perspectiva de óptimo social, si ante una determinada infracción la sanción que



**Los estándares en materia de riesgos de crédito de las sociedades comisionistas de Bolsa, por su parte, son muy diversos y ameritan ser evaluados en mayor detalle.**

se puede imponer no cubre el daño causado más los costos de asegurar el cumplimiento, la intervención debería hacerse a través de mecanismos preventivos”.

En el mediano plazo, el mayor reto para AMV es contar con un esquema de supervisión robusto que le permita identificar posibles infracciones en el mercado. La existencia de nuevas plataformas de negociación y de registro y un creciente mercado de valores con nuevos productos, servicios, canales y más clientes, implican la necesidad de fortalecer los mecanismos tecnológicos de consolidación de la información del mercado que sienta las bases para ejercer un monitoreo “inteligente” sobre lo que está sucediendo en el mercado en su conjunto.

En este enfoque preventivo, la divulgación de información hacia el mercado es muy importante. Por eso AMV está explorando vías para publicar mayor cantidad de información de los sistemas de negociación y de registro. Para el mercado sería importante, por ejemplo, conocer el grado de concentración de las operaciones repo en las diversas especies, sin necesidad de revelar los nombres de los inversionistas.

Aun con un esquema de supervisión robusto y con participantes cada vez más profesionales, la ocurrencia de infracciones es posible. La codicia y el deseo de rápido enriquecimiento parecen ser parte de la naturaleza de algunos seres humanos. Por eso es importante contar con un ejercicio disciplinario fuerte para las infracciones que son graves e impactan al mercado. La Política de Cumplimiento Normativo de AMV señala con claridad las conductas que ameritan de un tratamiento disciplinario, entre ellas las defraudatorias, manipulación de mercado, uso indebido de información privilegiada e incumplimiento grave de los deberes con relación a los conflictos de interés.

Conviene resaltar la coordinación de las actividades con la Superintendencia Financiera de Colombia.

<sup>6</sup> Shavell, Steven, 1993, “The Optimal Structure of Law Enforcement”. *Journal of Law and Economics*, Vol XXXVI, Abril.

<sup>7</sup> Ver, entre otros: Encuesta sobre servicios informales, Econometría S.A., 2008 y Encuesta de Carga y Educación Financiera de los Hogares, Banco de la República, 2010.



AMV ha identificado situaciones que involucran a emisores o inversionistas, casos que son compartidos con la SFC. Esto, por supuesto, también sucede en sentido contrario, con lo cual se mejoran las condiciones de integridad y protección a los inversionistas.

### ***Solución de conflictos***

Un aspecto crítico para el desarrollo y profundización de un mercado de valores es que los agentes tengan acceso a mecanismos justos, ágiles y oportunos para resolver sus controversias. Ello es así porque si los inversionistas, emisores e intermediarios consideran viable resarcir sus afectaciones, acudirán entonces con más confianza al mercado y no descontarán en los precios los riesgos legales.

El espacio ideal para dirimir esas controversias es el sistema judicial, el cual se espera que sea honesto, sofisticado para resolver casos complejos, que intervenga rápidamente y profiera sus decisiones en términos razonables. No obstante, en Colombia todavía tenemos desafíos importantes para lograr la eficacia del sistema. Esto debido a la falta de especialización y la congestión, entre otras razones. Más lamentable es que no se prevén cambios sustanciales en esta materia en el mediano plazo.

Por lo anterior, el Autorregulador decidió contribuir con la creación de MARCO, que es un Centro de Conciliación y Arbitraje especializado en asuntos de carácter financiero, como instrumento adicional para la búsqueda de la protección de los participantes. La iniciativa se lanzó en abril del año anterior, y a la fecha se han recibido 93 solicitudes de conciliación y se está iniciando el primer caso de arbitraje. Éste es un instrumento que los participantes tienen a su disposición y que tiene una potencialidad importante para generar mayor confianza en el mercado y estimular su desarrollo.

### ***Educación financiera***

Diversas investigaciones han demostrado<sup>7</sup> bajos niveles de conocimiento de la población colombiana sobre conceptos básicos en asuntos económicos y financieros. Es difícil que un individuo pueda desempeñarse con éxito en sus actividades del día a día sin contar con ese conocimiento, y mucho menos pretender que pueda participar activamente en mercados como el de valores.



Hay, entonces, una enorme tarea por delante, cuya responsabilidad recae principalmente en el Estado. Hay que destacar que el Plan de Desarrollo de la actual administración recogió diversos elementos que venían trabajando entidades públicas y privadas<sup>8</sup> y reconoció la necesidad de contar con una Estrategia Nacional en materia de educación económica y financiera. La educación financiera es un elemento básico de la protección de los inversionistas y por eso AMV ha venido liderando diferentes esfuerzos en esta materia. Actualmente, el Autorregulador coordina el programa **Educación Financiera Para Todos** que busca que los inversionistas actuales y potenciales cuenten con información y criterios para tomar decisiones de

inversión que se ajusten a sus necesidades. Actualmente 71 entidades de la industria hacen parte del programa, el cual ha desarrollado contenidos y charlas gratuitas, entre otras iniciativas. Hay que reconocer, no obstante, que el país tiene unos retos inmensos en esta materia, y que el sector público debe tomar el liderazgo que le corresponde, ya que los esfuerzos del sector privado si bien pueden ser muy útiles, son por definición complementarios a la responsabilidad estatal.

### **Conclusión**

El mercado de valores en Colombia se ha profundizado de manera importante en los últimos años. Pese a esos avances, el reto es todavía grande si se considera que otros países de la región, como Chile o Brasil, presentan unos mercados con mayor profundidad. Instituciones públicas y privadas pueden contribuir de manera importante en ese propósito. A las primeras corresponde el ambiente macroeconómico, legal, y de regulación y supervisión. Las privadas lideran la innovación y la infraestructura. AMV ha contribuido a la mayor profundización del mercado a través del desarrollo del marco regulatorio, al elevar los estándares de la industria y al disuadir y corregir conductas indebidas. También lo ha hecho impulsando iniciativas como los mecanismos alternativos de solución de conflictos y la educación financiera. Pero ese aporte puede ser aún mayor. De la adecuada combinación de iniciativas públicas y privadas depende en buena medida que se materialice la mayor profundización del mercado. 

<sup>8</sup> Habría que destacar el aporte del Documento “Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera” (2010) elaborado por los ministerios de Hacienda y Educación, el Banco de la República, la Superintendencia Financiera, Fogafin, Fogacoop y AMV.



Jorge Hernán Jaramillo \*

# Mercado de activos financieros: expansión reciente y desafíos

## El manejo tecnológico transaccional y las infraestructuras del mercado

**E**l desarrollo y expansión reciente del Mercado de Activos Financieros en Colombia, y el impacto de las infraestructuras y sistemas orientados a la emisión, negociación, compensación y liquidación de valores pueden ser analizados desde varias ópticas que han sido eje central y motor de su crecimiento. Para ello veremos el análisis desde seis pilares fundamentales:

1. El crecimiento del mercado de activos financieros y transacciones en Colombia.
2. La diversificación de mercados y productos.
3. La innovación: el desarrollo del ETF sobre el índice Colcap.
4. El reto y la respuesta a la globalización de los mercados: Mercado Global, Listado de Emisores Extranjeros y Mercado Integrado Latinoamericano, MILA.
5. Los procesos de democratización accionaria.
6. Los desafíos futuros.

A partir de estos temas principales podremos concluir que Colombia ha experimentado una de las transformaciones más importantes y significativas en los procesos negociación y pos negociación de su mercado de activos financieros, impactado favorablemente por el desarrollo y crecimiento de las infraestructuras dedicadas a estos procesos, con un relevante y vital apoyo del Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera y el Banco de la República, entre otros. Esto ha permitido que la innovación sea una práctica rectora de crecimiento y desarrollo como respuesta a las exigencias de los actores del mercado local e internacional, jugando un papel protagónico frente a la globalización de los mercados y el manejo de las transacciones transfronterizas de valores. Adicionalmente, es nuestro mercado un ejemplo de liderazgo en los procesos de democratización accionaria, vehículo de significativo valor institucional y generador de recursos para la industria financiera y real de nuestro país.

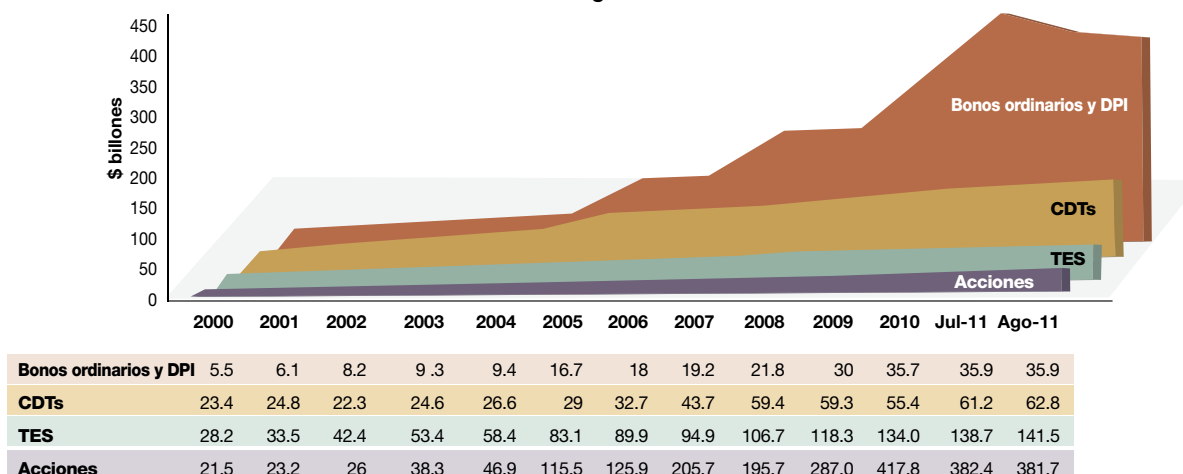
### El crecimiento del mercado de activos financieros y transacciones en Colombia

El *stock* de instrumentos en el mercado de activos financieros en Colombia ha crecido de manera importante y se ha diversificado conforme a las necesidades del mercado y sus agentes. El crecimiento de los principales instrumentos llega a representar entre el año 2000 y 2010 un TACC del 23,4% anual y puede ser observado en el gráfico 1.

Por tipo de instrumento, el mayor aumento se produjo en las acciones en circulación en el mercado, con un TACC del 34,54% anual entre el año 2000 y 2010, y un saldo al final a agosto de 2011 de más de \$381.7 billones. Le siguen en importancia el comportamiento de los bonos de deuda de los sectores financiero, real,

\* presidente de Deceval.  
E-mail: [jhjaramillo@deceval.com.co](mailto:jhjaramillo@deceval.com.co)

**Gráfico 1. Comportamiento del saldo de mercado de los principales títulos  
2000/agosto 2011**



Fuente: Banco de la República, Bolsa de Valores de Colombia y Deceval.

y público, con un TACC del 20.57% anual y un saldo de \$35.9 billones a la misma fecha; los Títulos del Tesoro Nacional (TES), con un TACC del 16.87% anual y un saldo a la misma fecha de \$ 141.5 billones, y los CDTs del sistema financiero, con un crecimiento TACC del 9% anual y un saldo final de \$62.8 billones. Estos valores representan a su vez los títulos más transados en nuestro mercado, y en orden de importancia en las negociaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Colombia están los Títulos de Tesorería con el 72.72%, los bonos con el 11.95%, las acciones con el 8.98% y otros instrumentos con el 3.42%, y los CDTs con el 2.92%.<sup>1</sup>

Debemos recalcar además que el total de valores transables en Colombia al cierre de agosto de 2011 representaba \$680 billones, es decir un equivalente al 113% del PIB estimado para el año 2011<sup>2</sup>, mientras para el año 2000 representaba tan sólo el 44.4% del PIB nominal (\$208.5 billones), indicando un importante avance en la oferta de instrumentos con relación al PIB en nuestro país. Uno de los desafíos importantes que se desprende de las cifras presentadas es el necesario aumento del volumen de oferta de valores en

circulación y su consecuente negociación en los mercados de valores. Un cambio significativo respecto al *stock* de valores en circulación en Colombia lo constituye la desmaterialización de los principales valores en la industria y su circulación por medio de anotación en cuenta. Más de \$486.8 billones se encuentran desmaterializados en los depósitos de valores del Banco de la República - DCV y Deceval, representando aproximadamente el 75.25% de los valores en circulación en nuestro país<sup>3</sup>. El total de los valores a agosto de 2011 es como se muestra en el cuadro 1. Otro hecho relevante y vital para el crecimiento de los mercados es la circulación de valores por mecanismos de anotación en cuenta. Hoy podemos decir que prácticamente todas las transacciones del mercado se compensan y liquidan en los depósitos de valores del país, acorde con los mejores estándares y prácticas del mercado internacional, en donde la desmaterialización o sustitución de valores físicos por registros electrónicos ha sido adoptada ampliamente en Colombia. Este hecho se evidencia en la adopción de tales principios en la Ley para los valores emitidos por la Nación

(TES y otros títulos), y por práctica de mercado para los demás valores privados y públicos.

El total del valor compensado y liquidado en estos sistemas al cierre de 2010 ascendió a 14.36 veces el PIB de nuestro país para el año 2010 (PIB \$546.9 billones)<sup>4</sup>.

De otra parte, es importante entender el volumen operado en los sistemas de negociación del país por tipo de instrumento. En los gráficos 2 y 3 presentamos las estadísticas principales: Como podemos observar, el mercado accionario creció hasta operar \$53.4 billones en 2010, un crecimiento compuesto TACC del 54.86% anual desde el año 2003. Por su parte, los valores transados tanto de renta fija como de renta variable en el Mercado Electrónico Colombiano, operado y

<sup>1</sup> Informe Bolsa de Valores de Colombia: Comportamiento de los Mercados en Septiembre de 2011, Octubre 11 de 2011, pag. 2

<sup>2</sup> Informe Estadístico Departamento Nacional de Planeación: PIB proyectado 2011 por \$603.1 Billones.

<sup>3</sup> Este cálculo no incluye los títulos de Deuda Externa emitidos en el exterior.

<sup>4</sup> DNP – Informe estadístico WEB PIB Colombia

**Cuadro 1. Mercado 2010 - 2011**

Cifras en \$ miles de millones	Diciembre de 2010		Agosto de 2011		Mercado Diciembre 2010 - Agosto 2011	
Clase de título	Mercado General	Particip. %	Mercado general	Particip. %	Variación %	variación %
TES (1)*	135.133	19.2	141.538	20.8	6.405	5%
Títulos de Deuda Externa (2)	32.442	4.6	33.544	4.9	1.102	3%
Acciones **	417.873	59.5	381.694	56.1	-36.179	-9%
CDTs ***	55.481	7.9	62.752	9.2	7.271	13%
Bonos Ordinarios y DPI	35.781	5.1	35.923	5.3	142	0%
Otros títulos dcw *	1.803	0.3	1.818	0.3	15	1%
Bonos Fogafin *	203	0.0	203	0.0	0	0%
Bonos pensionales	1.302	0.2	1.296	0.2	-6	0%
Titulos hipotecarios	8.143	1.2	6.746	1.0	-1.396	-17%
Otroso títulos	6.880	1.0	8.562	1.3	1.682	24%
Bonos Finagro *	5.188	0.7	5.808	0.9	620	12%
Bonos C. Y C. en acciones	2.284	0.3	64	0.0	-2.220	100%
TIDIS	142	0.0	473	0.1	331	233%
<b>Total</b>	<b>702.655</b>	<b>100.0</b>	<b>680.421</b>	<b>100.0</b>	<b>-22.234</b>	<b>-3%</b>

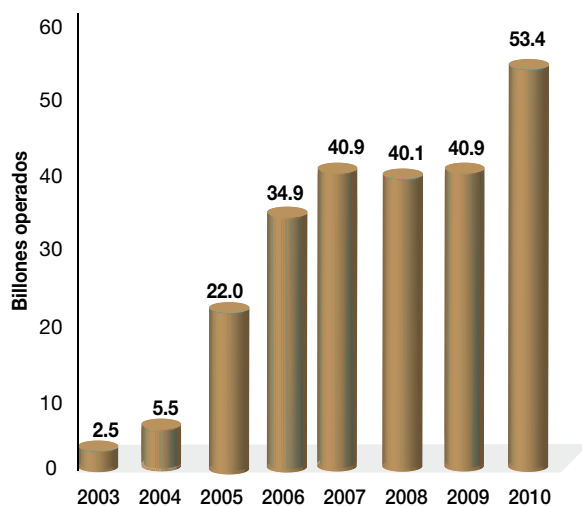
(1) Incluye TES clase B. TES Ley 546 y TRD

(2) Saldo Global (US\$18.868.00) y saldo estimado en circulación en Colombia (US\$1.321) a 31 de julio de 2011.

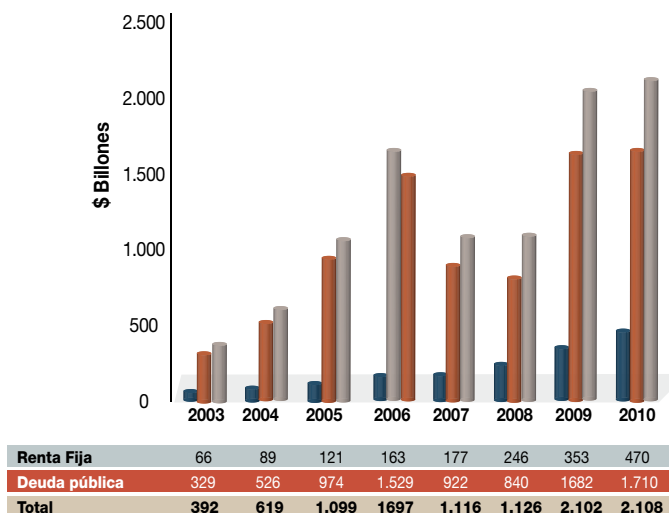
Convertido a pesos con TRM 1.777,82 A 31 de julio de 2011.

Estadísticas -DCV Banco de la República, Deceval, Bolsa de Valores de Colombia.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco de la República, BVC y Deceval.

**Gráfico 2. Evolución de los valores  
Transados en acciones (2003-2010)**


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y Superintendencia Financiera.

**Gráfico 3. Transacciones en el mercado  
electrónico colombiano**


Total incluye repos y contratos TRM.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.



administrado por la Bolsa de Valores de Colombia, ascienden al cierre de 2010 a \$2.180 billones, un crecimiento del TACC del 27.78% anual desde 2003.

## La diversificación de mercados y productos

El desarrollo del mercado colombiano en los últimos cuatro años ha sido acompañado de la introducción de nuevos productos y de nuevas plataformas de negociación y pos negociación. Desde el punto de vista de productos, se ha ampliado la oferta de nuevos instrumentos financieros con la creación de un mercado de derivados estandarizados, operado y administrado por la Bolsa de Valores de Colombia. Asimismo, y a tono con los mejores estándares internacionales, se han creado la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia, para compensar y liquidar como Contraparte Central el mercado de derivados estandarizados y no estandarizados en Colombia; y la Cámara de Divisas, para compensar y liquidar las operaciones del mercado de FX peso - dólar en nuestro país. En los gráficos 4 y 5 presentamos las principales estadísticas de las operaciones de estas dos cámaras de compensación.

El mercado de derivados estandarizados y no estandarizados cuenta hoy con los siguientes productos principales que nutren la oferta de instrumentos en el mercado colombiano y son:

- Derivados Estandarizados BVC: Futuros sobre TES 2, 5 y 10 años, TRM, acciones de Ecopetrol y Preferencial Bancolombia y sobre el índice Colcap.
- Derivados estandarizados Derivex: Futuro sobre Energía Eléctrica.
- Derivados no estandarizados: NDF FXFW USD/COP Mercado Mostrador "OTC".

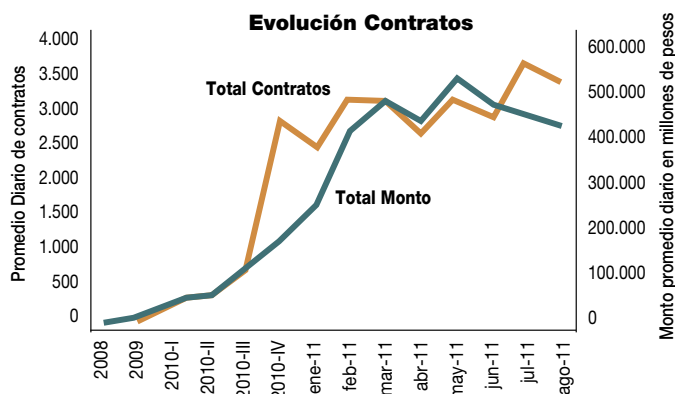
En el marco de la Cámara de Divisas podemos mencionar que el mercado

de FX opera acorde con las mejores prácticas internacionales y ha permitido una importante eficiencia y ahorro de la liquidez requerida en la operación de este mercado. El neteo, aplicado por la Cámara, ha permitido en los últimos dos años un ahorro promedio del 85% en la liquidez requerida para compensar y liquidar el mercado de divisas de nuestro país. Éste es verdaderamente un avance que debemos resaltar, dado el positivo impacto que esto genera en los agentes y operadores de este mercado. Otros temas de relevancia reciente en el mercado son los siguientes:

- En el mercado accionario se han efectuado cambios en los sistemas y reglas de negociación:
- Mejora sustantiva contra *benchmarks* internacionales, con la introducción por parte de la BVC de su plataforma de negociación NASDAQ-OMX.
- Ampliación de horarios contra mercados internacionales, adaptándose al horario de la Bolsa de Valores de Nueva York.
- Importante impulso en las democratizaciones accionarias.
- Creación del Listado Dual de Emisores Extranjeros - Dual Listing
- La creación del Mercado Global para Emisores Extranjeros.

**Es nuestro mercado  
un ejemplo de liderazgo  
en los procesos de  
democratización  
accionaria, vehículo  
de significativo valor  
institucional y generador  
de recursos para la  
industria financiera y  
real de nuestro país.**

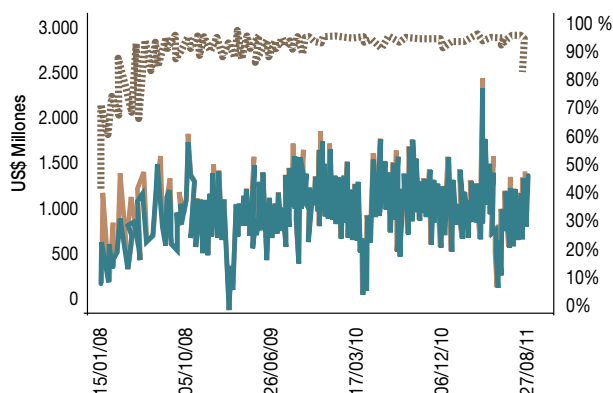
**Gráfico 4. Evolución de mercado de derivados en Colombia**



Promedio diario de operaciones en agosto 2011: 217

\* Hasta 22 de agosto Fuente: CRCC

**Gráfico 5. Principales estadísticas Cámara de Divisas**  
**Montos compensados por la Cámara**



Fuente: Cámara de Divisas.

- MILA: integración con los mercados de Chile y Perú. En los mercados de renta fija se han logrado los siguientes cambios de importancia:
- El fortalecimiento de los sistemas transaccionales.
- El fortalecimiento de los sistemas de registro OTC.
- Se ha producido un rebalanceo de la mezcla deuda pública - Otros instrumentos en el mercado.
- Prevalencia de los sistemas de registro sobre los sistemas de negociación.

## La innovación: el desarrollo del ETF sobre el índice Colcap

Con el ánimo de impulsar la diversificación de los portafolios, contribuir a la administración de riesgos de los mismos y generar para el mercado una nueva oferta de instrumentos, la Bolsa de Valores de Colombia, IShares, Black Rock, Cititrust y Deceval contribuyeron al lanzamiento del primer ETF en el mercado colombiano, el cual se desarrolló sobre las acciones que componen el índice Colcap de la Bolsa de Valores de Colombia:

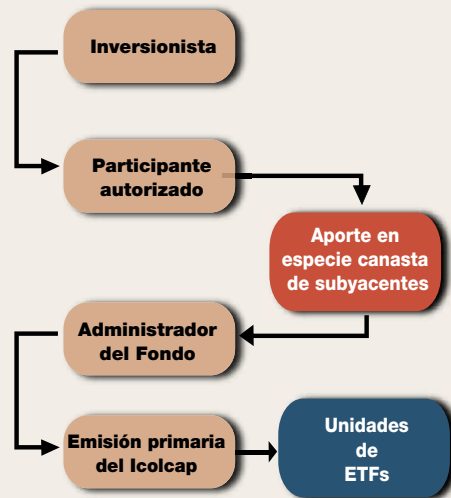
- Los ETFs son fondos de inversión que cotizan en bolsa igual que una acción, es decir que pueden ser comprados y vendidos en cualquier momento durante las jornadas bursátiles.
- Normalmente reproducen índices bursátiles, de renta fija, de materias primas, de un país o de un sector.
- La rentabilidad del fondo depende del comportamiento de los precios de los activos por los que está compuesto, que generan una valoración diaria por parte del administrador y una unidad de la participación.
- Los ETFs reciben rendimientos dependiendo del subyacente que los conforma. En el caso de ETFs sobre índices de acciones, se recibirán los dividendos provenientes de las acciones aportadas a la canasta, de acuerdo con un plan de pagos establecido por el administrador.

A meses de su introducción al mercado colombiano, las principales estadísticas del producto se encuentran en el gráfico 6.

Respecto de los principales compradores del ETF encontramos a los fondos de pensiones, las carteras colectivas, las sociedades administradoras de inversión, las compañías de seguros y las personas naturales.

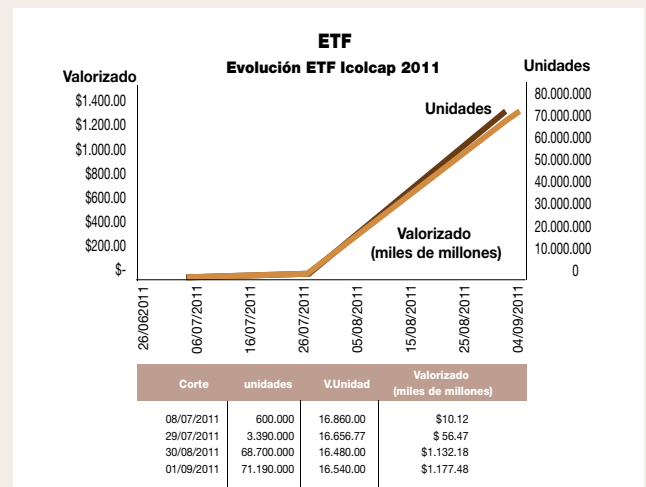
Un aspecto relevante del proceso operativo para la creación y cancelación del ETF IShares Colcap es desarrollado por Deceval, pues a través de los mecanismos de anotación en cuenta del depósito se desarrollaron sistemas que permitieron la operación de transferencias automatizada para la constitución de la entregas al fondo bursátil que permiten la emisión primaria de unidades

Gráfico 6. El desarrollo del ETF



Composición de la canasta definitiva Colcap III trimestre 2011

Pos Actual	Emisor	Part. (%)	Cap Bursátil Total (30-Jun-11) (Millones \$)
1	Ecopetrol	20.3	155.414.448.34
2	Bancolombia (Pref)	13.4	23.087.985.21
3	Grupo Inversiones Suramericana	12.6	17.729.608.43
4	Pacific Rubiales Energy Corp	8.3	12.462.452.71
5	Interconexión Eléctrica	7.5	14.244.737.72
6	Inversiones Argos	7.0	12.327.140.00
7	Cementos Argos	6.1	12.990.863.66
8	Grupo Nutresa	4.7	10.181.888.92
9	Almacenes Éxito	4.4	8.166.673.98
10	Corporación Financiera Colombiana	3.6	5.761.405.77
11	Isagen	2.9	6.528.942.44
12	Compañía Colombiana de Inversiones	2.8	3.648.293.42
13	Grupo Aval Acciones y Valores	1.8	18.127.177.02
14	Banco Davivienda (Pref)	1.6	1.129.748.82
15	Canacol Energy Ltd	0.8	654.963.82
16	Bolsa de Valores de Colombia	0.6	769.320.28
17	Fabricato	0.5	547.274.76
18	Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá	0.4	2.503.140.16
19	Tablemac	0.4	330.178.15
20	Enka de Colombia	0.1	156.590.53
<b>Total</b>		<b>100</b>	<b>306.762.834.11</b>



Fuente: Deceval- BVC.

ETF sobre el Índice Colcap, todo ello acorde con las mejores prácticas internacionales.

## El reto y la respuesta a la globalización de los mercados:

Mercado Global, Listado de Emisores Extranjeros y Mercado Integrado Latinoamericano, MILA

Nuestro mercado ha tenido que enfrentar una serie de retos frente a la globalización de los mercados y, en particular, ha desarrollado procesos de innovación y operación para competir y apoyar la diversificación de su oferta de productos, a través de la interacción con los mercados internacionales. Para ello se han desarrollado importantes iniciativas, con el apoyo decidido del Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y la Superintendencia Financiera. En desarrollo de lo anterior, la Bolsa de Valores de Colombia, con el apoyo de Deceval como entidad de custodia, compensación y liquidación, y la intervención de custodios internacionales como Bank of New York Mellon, Deutsche Bank, Citibank y los depósitos de valores de Chile y Perú, así como sus respectivas bolsas,

han contribuido en el desarrollo de tres nuevos segmentos del mercado que enuncio a continuación.

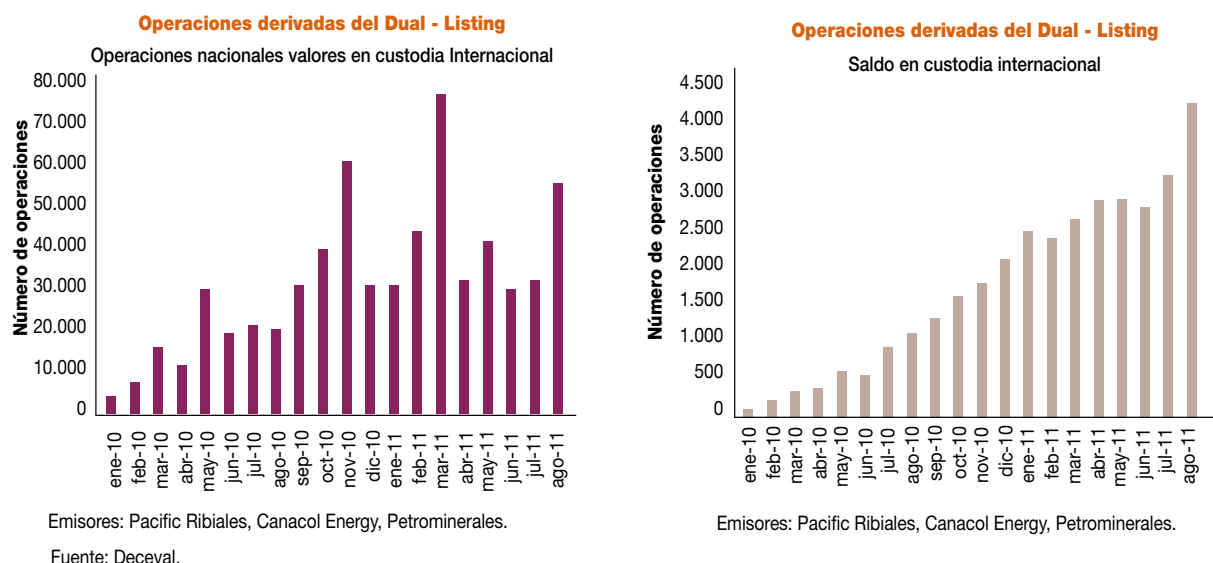
- El segmento de emisores en Dual Listing: el desarrollo de este segmento del mercado ha contado con un importante cambio regulatorio al amparo del Decreto 4804 de 2010 y demás normas complementarias, permitiendo el listado de emisores de valores extranjeros en el mercado local, en la figura conocida como el Dual Listing. En desarrollo de lo anterior, emisores canadienses como Pacific Rubiales (el emisor de mayor bursatilidad en el mercado colombiano actualmente), Canacol Energy y Petrominerales se ofrecen hoy al mercado colombiano como nuevas alternativas de inversión en acciones. Para ello fue necesario que el Depósito de Valores - Deceval estableciera enlaces operativos de custodia con entidades del primer orden internacional como Bank of New York Mellon, Deutsche Bank y Citibank. A través de estos enlaces se opera el registro, compensación y liquidación de transacciones transfronterizas de valores, y se habilita la disponibilidad de dichas acciones en el mercado colombiano.

Este mercado ha tenido un efecto virtuoso en la creación de valor en nuestro mercado, en especial por el aumento en el número de operaciones locales, en la custodia y en el número de órdenes en el mercado local contra valores extranjeros. Claramente ha representado un efecto de crecimiento para nuestro mercado local.

Las principales cifras de este mercado aparecen en el gráfico 7.

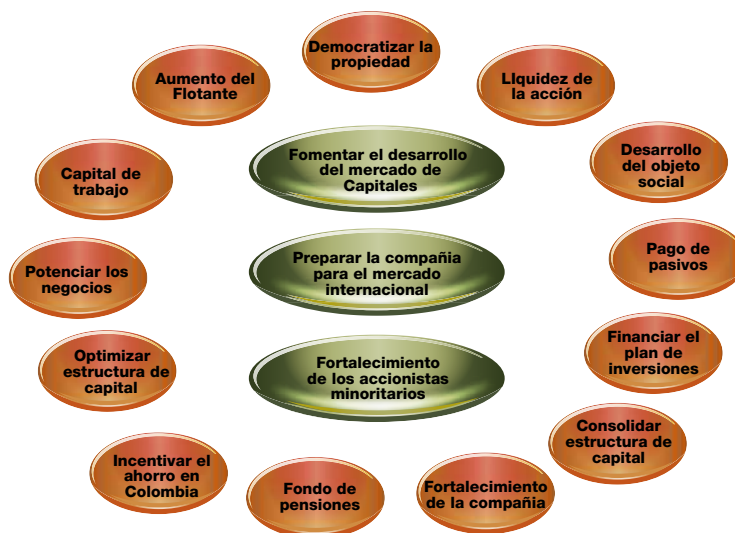
- El segundo segmento desarrollado es el de Mercado Global, en el cual se pueden listar acciones internacionales no inscritas en el Registro Nacional de Valores, Emisores e Intermediarios - RNVI de la Superintendencia Financiera, segmento que igualmente ha requerido de importantes cambios normativos, de la actuación primordial de los comisionistas de bolsa que actúan como patrocinadores del listado de acciones extranjeras, de custodios internacionales para permitir el acceso a los mercados internacionales y del Depósito Local - Deceval para habilitar la disponibilidad de valores para ser compensados y liquidados en el mercado local.

**Gráfico 7. El Dual Listing en Colombia**



- El tercer y muy importante segmento es MILA, correspondiente a la integración de los mercados de Chile, Perú y Colombia. Éste es un proyecto de gran relevancia, que ha contado con el apoyo de los reguladores, supervisores, bolsas y depósitos de los tres países involucrados, cuyo objetivo fundamental es el de aumentar sustantivamente la oferta de valores a los inversionistas locales, y aumentar la liquidez para los emisores y para el mercado en general. Su lanzamiento ha ocurrido al cierre del primer semestre de 2011 y se han cumplido todos los hitos más importantes de su creación, logrando la materialización de ciclos completos de transacciones con los tres mercados y el ejercicio de los derechos por parte de los inversionistas de los tres países.
- Los factores más relevantes del mercado MILA son los siguientes: el aumento significativo de la oferta de acciones en el mercado local, que puede llegar a más de

### Gráfico 8. Objetivos de las Emisiones











550 emisores; el incremento del número potencial de inversionistas originado por el incremento de los potenciales inversionistas chilenos y peruanos; el mejoramiento de la liquidez de los mercados locales por el incremento esperado en el flujo de órdenes y la posibilidad de los emisores locales y extranjeros

de obtener financiación en otros mercados, al igual que atraer nuevos flujos de capitales al país.

## Los procesos de democratización accionaria

En un liderazgo de importancia significativa, nuestro mercado de

**Cuadro 2. Colombia: Ruta de emisiones de acciones masivas - Democratizaciones y otras colocaciones**

2000	2002	2003	2006	2007	2009	2010	2011
							

Fuente: Prospectos de Emisión, BVC, Deceval, oferta pública emisores.





**ASTRID & GASTÓN**  
cocina peruana

LIMA - SANTIAGO - BOGOTÁ - QUITO - CARACAS - MADRID - MÉXICO D.F. - BUENOS AIRES

---

Astrid y Gastón Bogotá Ltda  
Carrera 7 No. 67 - 64  
Teléfono: 2111400  
[www.astridygastonbogota.com](http://www.astridygastonbogota.com)

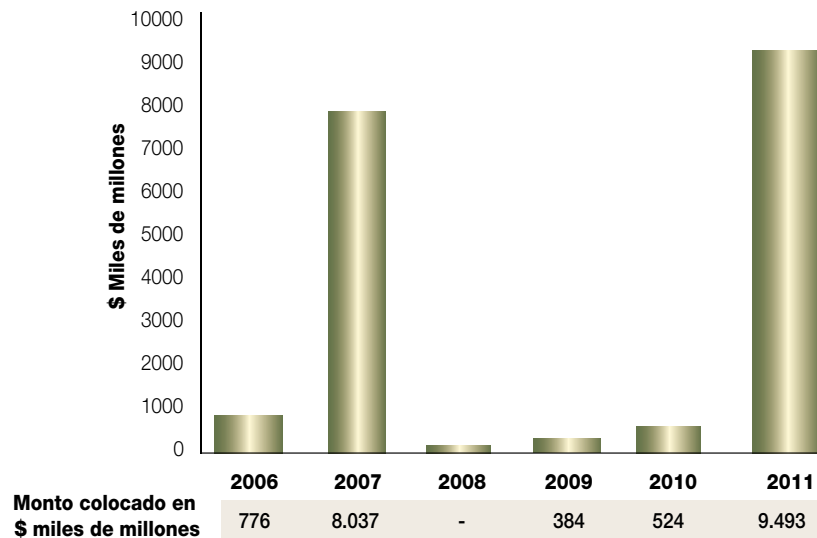
capitales ha enfrentado un proceso de crecimiento sin igual en el mercado accionario derivado de los procesos de democratización de acciones. Se espera que al cierre de 2011, un importante número de entidades haya obtenido del mercado de capitales y vía la democratización de acciones más de \$13 billones producto de la colocación de acciones. Los objetivos más comunes establecidos en los prospectos de emisión de los distintos emisores en procesos de venta de acciones esta en el gráfico 8.

El programa de democratizaciones en Colombia desde el año 2000 aparece descrito en el cuadro 2.

Producto de la oferta de sus acciones en el mercado, estos emisores en 2011 han obtenido hasta el cierre del 22 de noviembre recursos del mercado de capitales por más \$9.49 billones (no incluye la oferta de Suramericana que a la fecha de realización de este artículo se encontraba en curso), esperando que al cierre de 2011 se conozcan los resultados de la emisión primaria de las acciones del emisor mencionado, cuya oferta en el mercado asciende a los \$ 3.9 billones.

En el gráfico 9 podemos observar el efecto del flujo de recursos del mercado de capitales hacia los emisores vía las democratizaciones accionarias. Los procesos de democratización accionaria han llevado a que más que 800.000 colombianos sean hoy propietarios de las compañías mencionadas, además de un efecto virtuoso generado por estos procesos en el número de transacciones y en el crecimiento del mercado de acciones. Sin temor a equivocarnos, podemos afirmar que existe una correlación directa entre democratizaciones accionarias y crecimiento del mercado; evidencia de ello es que la mayoría de los emisores democratizados se encuentra dentro de los de mayor bursatilidad accionaria.

**Gráfico 9. Monto de las Emisiones de Acciones**




Fuente: Bolsa de Valores de Colombia- páginas WEB Ecopetrol, Isa, Isagen, Grupo Aval, AviancaTaca, Grupo Nutresa, Conconcreto, Ecopetrol, Helm Bank, Davivienda, Foganza, ETB, Éxito; Deceval entre otros.

**Los procesos de democratización accionaria han llevado a que más que 800.000 colombianos sean hoy propietarios de las compañías mencionadas, además de un efecto virtuoso generado por estos procesos en el número de transacciones y en el crecimiento del mercado de acciones.**

### Los desafíos futuros

Ciertamente después de lo que se ha presentado a lo largo del presente documento, nuestro mercado de instrumentos financieros ha crecido de manera significativa en los últimos años, liderado por la innovación, por el accionar de sus agentes e intermediarios, por el impulso motor de la Bolsa de Valores de Colombia, de los Depósitos de Valores, de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, de la Cámara de Divisas y por soporte institucional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Banco de la República y la Superintendencia Financiera.

Los retos del futuro son sin duda importantes y ellos son:

- Profundizar los mercados de derivados, de integración regional, del Listado Dual y del mercado global.
- Incentivar el acceso de nuevos emisores en los distintos segmentos.
- Aumentar la liquidez de los distintos mercados y segmentos.
- Fortalecer la regulación frente a los mercados globales.
- Desarrollar nuevos instrumentos.
- Profundizar el mercado de ETFs.
- Apertura de sus mercados y globalización de sus flujos de órdenes y emisiones. 



Jorge Castaño Gutiérrez \*

# Supervisión y regulación en un mercado de valores en expansión

**E**n los últimos años el mercado de valores colombiano ha sufrido un desarrollo importante, promovido en un comienzo por cambios regulatorios que delimitaron el perímetro de acción del mercado, estableciendo reglas claras de juego y garantizando una mayor protección para sus participantes. El desarrollo del mercado ha sido impulsado por el dinamismo de los agentes oferentes y demandantes de instrumentos y recursos de capital.

## Caracterización actual del mercado de valores

Una mirada al mercado de valores colombiano hoy evidencia un mayor crecimiento y valorización, gracias a la entrada de nuevos inversionistas y agentes de mercado, quienes cuentan con la posibilidad de negociar productos financieros innovadores y operar en múltiples escenarios.

Dicho dinamismo presenta importantes retos para el mercado y sus organismos de supervisión y regulación. Algunos de los retos que la Superintendencia Financiera de Colombia

**Gráfico 1. Nuestro Mercado de Capitales**



(SFC) está abocada a enfrentar, y que hacen parte de los Lineamientos Estratégicos 2011-2014 son:

**1. El desarrollo del mercado de capitales:** la SFC está participando en la definición de la política integral para su profundización, teniendo en cuenta

que el Gobierno Nacional la incorporó como política prioritaria dentro del Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014, labor que viene siendo liderada por el

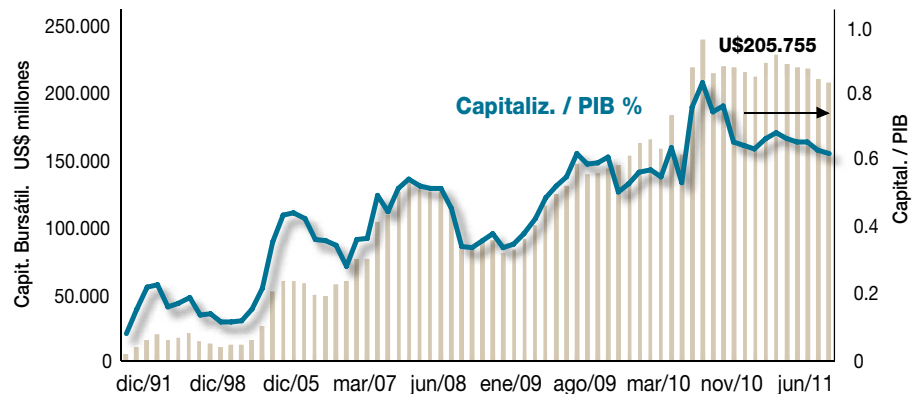
\* Director de Investigación y Desarrollo, Superfinanciera.  
E-mail: jacastano@superfinanciera.gov.co

Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con el apoyo del Banco Mundial. El desarrollo del mencionado proyecto exige como punto de partida la elaboración de una hoja de ruta, mediante la cual se incorporen las propuestas específicas sobre las que se establecerán las reformas regulatorias pertinentes a mediano y largo plazo. Dentro de los temas a tratar se encuentran: la revisión del régimen de protección al inversionista, las fuentes eficientes de financiación (renta fija - renta variable) y la implementación de vehículos que incentiven la demanda y que permitan la transferencia de los riesgos asociados a través del mercado de capitales.

**2. Supervisión basada en riesgos:** de igual manera, en ejercicio de nuestras funciones de vigilancia y control, se ha establecido un Marco Integral de Supervisión (MIS) que se fundamenta en el enfoque de supervisión basada en riesgos, partiendo de la identificación y análisis de las actividades significativas o principales líneas de negocio de cada entidad vigilada, de sus riesgos inherentes y la gestión que se adelanta para el control de los mismos. Esta metodología le ha permitido a la SFC realizar una evaluación integral del perfil de riesgo de las entidades vigiladas para asignar, de una forma más eficiente, los recursos de supervisión. No obstante, dentro del proceso de mejora continua adelantaremos algunas tareas para aumentar su efectividad.

**3. Defensa del consumidor financiero:** corresponde a la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados. La confianza de los usuarios del sector financiero es un elemento fundamental para su normal desarrollo. Compete a la SFC, mediante el ejercicio de las facultades de vigilancia y control, detectar, prevenir y corregir aquellas prácticas que afecten a los consumidores financieros. Para el logro de este objetivo se vienen profundizando políticas y acciones encaminadas a proporcionar a los consumidores

**Gráfico 2. Capitalización bursátil**



\* Desde diciembre de 2002 se toma la metodología de la BVC que incluye el total de los emisores inscritos en bolsa; en los años anteriores la de Supervalores sólo incluía los emisores que efectivamente realizaban transacciones.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Subdirección de Análisis de Información.

**Una mirada al mercado de valores colombiano hoy evidencia un mayor crecimiento y valorización, gracias a la entrada de nuevos inversionistas y agentes de mercado, quienes cuentan con la posibilidad de negociar productos financieros innovadores y la posibilidad de operar en múltiples escenarios.**

financieros información amplia y suficiente acerca de sus derechos y deberes y sobre los productos o servicios que adquieren, con el fin de contar con elementos de juicio suficientes para tomar sus decisiones.

### Hacia un mercado de valores en expansión

En los últimos años se han evidenciado manifestaciones claras del proceso de expansión, internacionalización y democratización por el cual avanza nuestro mercado. Durante lo corrido de 2011, el mercado de renta variable ha enfrentado alta volatilidad y períodos de desvalorización, producto del complicado entorno internacional, debido principalmente a la crisis de deuda fiscal de la Zona Euro. Si bien el Índice General de la Bolsa de Valores

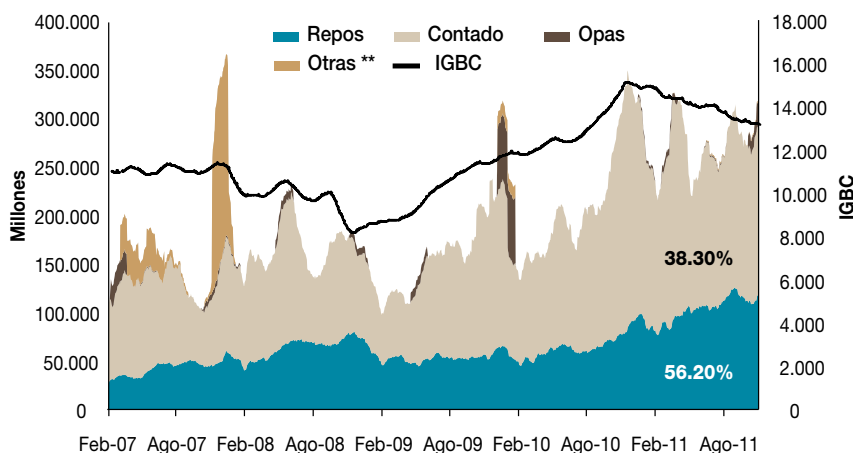
de Colombia (IGBC) presenta una desvalorización anual del 14.03% a noviembre de 2011, en los últimos cinco años este indicador registra un crecimiento del 29.5%.

### Evolución del mercado en cifras

Cifras a agosto muestran que la capitalización bursátil supera el 60% del PIB por un valor de US\$205.755 millones (ver gráfico 2). Sin embargo, en los últimos meses, producto del comportamiento negativo que ha registrado el mercado local, se observa un descenso del 4.92% en el valor de las empresas inscritas.

La tendencia de valorización de activos del mercado de valores ha estado acompañada por un aumento importante en el volumen transado



**Gráfico 3. Evolución diaria del monto negociado e índice de precios**


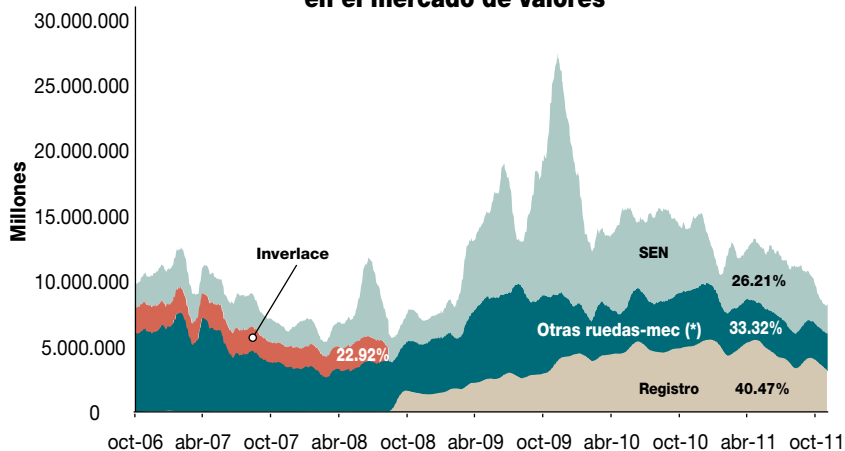
\* Promedio móvil diario de orden 30.

Fuente: transmisión diaria de operaciones por parte de la Bolsa de Valores de Colombia. Sistema Batch.

de operaciones de renta variable; el monto diario de operaciones ha pasado de niveles de COP169.000 millones en abril de 2007 a cerca de COP314.000 millones a noviembre de 2011, lo que presenta un incremento del 86% (ver gráfico 3). Este mayor dinamismo se deriva del incremento de la inversión de extranjeros y de las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías.

Otro factor que ha contribuido en el proceso de expansión del mercado es

la dinámica que le han generado los decretos 1120 y 1121 de 2008, los cuales incentivaron la negociación de forma activa en múltiples escenarios, como es el mercado sobre el mostrador OTC, y los sistemas y ruedas de negociación. A los sistemas de negociación tradicionales como el SEN se han sumado nuevos sistemas de registro, como es el caso del MEC+, entre otros, ofreciendo distintas alternativas y ventajas según las necesidades de los agentes que actúan en el mercado (ver gráfico 4).

**Gráfico 4. Sistemas y ruedas de negociación en el mercado de valores**


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia- Subdirección de Análisis de Información.

Este desarrollo de los diferentes escenarios de negociación exige un nivel de especialización y profesionalismo de los intermediarios así como de los agentes que velan por la estabilidad, transparencia e integridad del mercado.

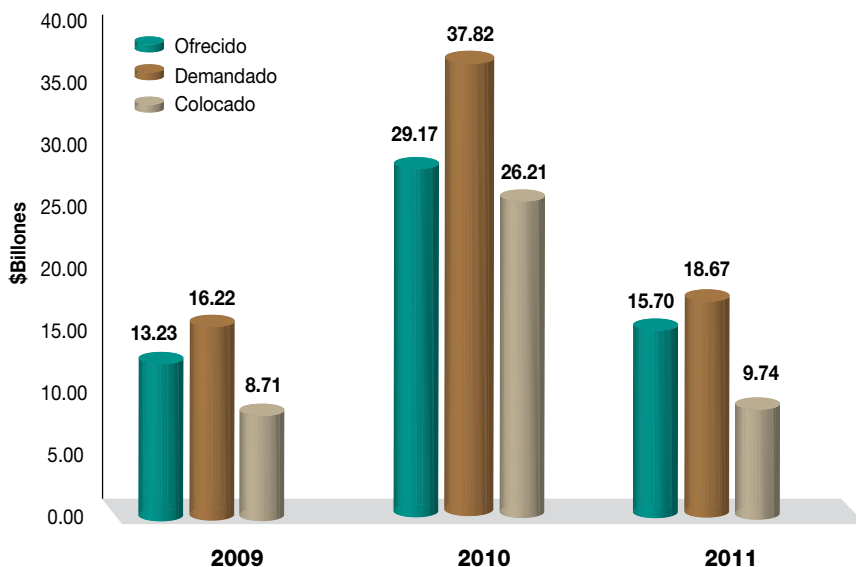
Asimismo, la evolución del mercado ha sido el resultado de una mayor demanda y mayor oferta de instrumentos en razón a que los emisores han encontrado en el mercado de valores una fuente de financiación efectiva para el desarrollo de sus proyectos estratégicos (ver gráfico 5).

En el año 2011 se han registrado importantes colocaciones de acciones en el mercado primario, las cuales ascienden a un monto cercano a los COP13.2 billones, como han sido los casos de Avianca-Taca, Davivienda, Ecopetrol (segunda emisión), Grupo Aval, Empresa de Energía de Bogotá y Grupo Sura, entre otras.

Una mayor oferta de escenarios de negociación y de productos genera interesantes oportunidades de inversión para actores que anteriormente permanecían al margen del mercado de valores. Tal es el caso de personas naturales, quienes hoy día pueden acceder al mercado para adquirir acciones en el mercado primario, o mediante vehículos de inversión colectiva. Según cifras publicadas por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en el último año, el número de personas naturales que hoy día cuentan con algún producto de este tipo asciende a 1.076.720, lo que representa un incremento del 66% con respecto al número de personas de 2010. La BVC espera que para el año 2015 sean 1.5 millones las personas vinculadas en el mercado bursátil.

Por su parte, los vehículos de inversión colectiva han contribuido en el proceso de democratización del mercado de valores; permitiendo así que al 31 de octubre del presente año el mercado cuente con 214 carteras colectivas por valor de COP35.4 billones.

**Gráfico 5. Dinámica de las ofertas públicas en el mercado**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia- Dirección de Acceso al Mercado.

## Solvencia

De acuerdo con lo dispuesto en el Artículo 2.9.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y siguientes, las Sociedades Comisionistas de Bolsa de Valores (SCBV) deben mantener una relación de solvencia mínima del 9%. Es de anotar que los componentes del denominador incluyen la cuantificación del posible impacto que puede tener la materialización de riesgos en operaciones realizadas por cuenta propia de la sociedad.

Entre agosto y septiembre de 2011, la relación de solvencia de estas entidades alcanzó en promedio valores mínimos y máximos entre el 18% y el 1.171%, lo cual permite evidenciar que este indicador no está reflejando o recogiendo la totalidad de riesgos asumidos por estas sociedades; por

Otra característica que ha cobrado particular importancia en el último año tiene que ver con la internacionalización del mercado de valores en Colombia. La entrada en operación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y el Mercado Global Colombiano (MGC) ha marcado importantes hitos en el proceso de apertura hacia el mercado de valores internacional. Si bien los volúmenes negociados en estos mercados aún no alcanzan niveles elevados, éste debe ser visto como un primer paso para un adecuado posicionamiento del mercado colombiano en el ámbito mundial y parte de un proceso de crecimiento de mediano y largo plazo. En lo corrido del año, el volumen negociado en el MILA asciende a US\$45.772 millones. De este volumen negociado la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) presentó una participación del 48% del total, seguido por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con el 42% y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) con un 12%. De otra parte, se ha observado un dinamismo en el proceso de integración dado el interés que han mostrado los diferentes inversionistas de los países

miembros del MILA; esto ha generado que en la actualidad este mercado cuente con

11 nuevas compañías desde la entrada en marcha (7 peruanas, 2 colombianas y 2 chilenas); así como con 37 intermediarios a través de los cuales los inversionistas pueden acceder a este mercado.

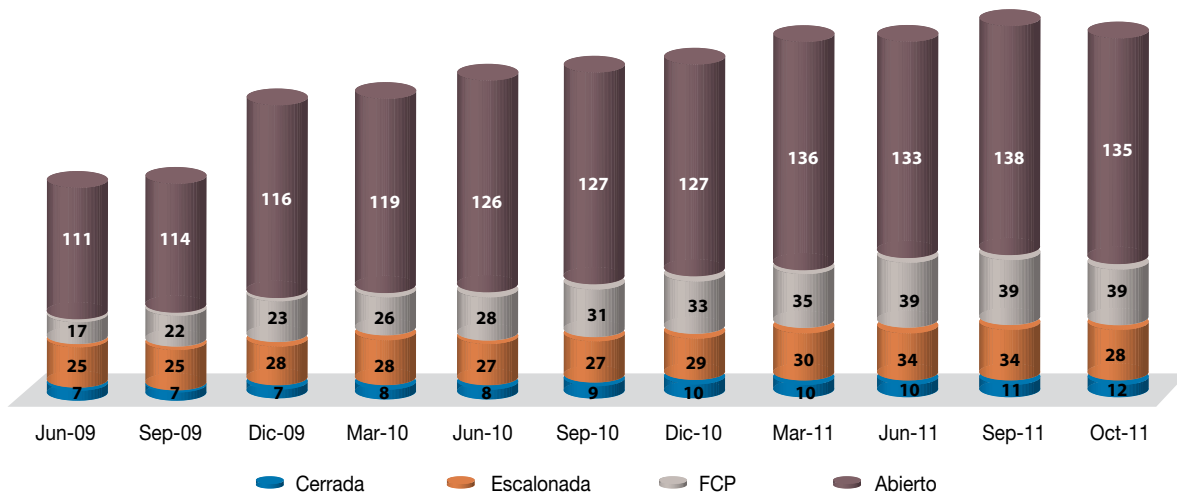
Es importante reconocer que este proceso de expansión, internacionalización y democratización ha impuesto desafíos a nivel de supervisión y regulación.

## Herramientas prudenciales

En aras a que las entidades puedan gestionar y mitigar adecuadamente los riesgos a los que se encuentran expuestas, la SFC viene desarrollando una evaluación de los aspectos regulatorios que permitan fortalecer la supervisión sobre temas prudenciales tales como la solvencia, liquidez y apalancamiento. Al respecto la SFC ha identificado los principales ajustes en la normatividad sobre:



**Gráfico 6. No. Carteras Colectivas y FCP**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia- Dirección de Portafolios del Mercado.

tal razón, la SFC ha visto la necesidad de ajustar los componentes que incorporan dicho cálculo, como puede ser la depuración de la composición del patrimonio técnico con la cual se busca una solidez y vocación de permanencia del capital en el balance de la entidad, así como los factores de ponderación de los activos por nivel de riesgo y la incorporación dentro de esta fórmula del riesgo de contraparte de las operaciones realizadas por cuenta de terceros.

Con esta propuesta se busca que este indicador responda a la dinámica actual del mercado de valores y a los riesgos a los que están expuestas estas entidades en desarrollo de su actividad.

### Liquidez

El capítulo VI “Reglas relativas al sistema de administración del riesgo de liquidez” de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995) considera una metodología para la medición y reporte estándar de este riesgo en cuenta propia de las SCBV que contempla:

Un indicador de riesgo de liquidez (IRL) teniendo en cuenta los activos líquidos

**La tendencia de valorización de activos del mercado de valores ha estado acompañada por un aumento importante en el volumen transado de operaciones de renta variable; el monto diario de operaciones ha pasado de niveles de COP169.000 millones en abril de 2007 a cerca de COP314.000 millones a noviembre de 2011.**

y las obligaciones activas y pasivas en cuenta propia. Éste suministra información general sobre el requerimiento de liquidez, sin fijar un límite que permita controlar el riesgo de exposición.

De otra parte provee información sobre requerimientos de liquidez por cuenta de terceros, sin incorporarlos dentro de la liquidez total de estas sociedades.

La evaluación de este indicador pone de manifiesto la necesidad de:

- Adoptar niveles mínimos de liquidez que reconozcan las particularidades de la industria, siguiendo estándares internacionales (IOSCO, Basilea en lo que sea aplicable).

- Requerimientos de liquidez de corto y largo plazo, incorporando las operaciones por cuenta de terceros.
- Y la definición de una porción de activos de altísima liquidez.

### Apalancamiento

En razón a la dinámica actual del mercado de capitales y ante la presencia de riesgos adicionales asociados a las operaciones realizadas en el MILA, la SFC ha visto la necesidad de establecer unos lineamientos claros en materia de apalancamiento dado el alto impacto que éste puede tener sobre un potencial riesgo sistémico.

**La SFC viene desarrollando una evaluación de los aspectos regulatorios que permitan fortalecer la supervisión sobre temas prudenciales tales como la solvencia, liquidez y apalancamiento.**

En este sentido, resulta relevante en primera instancia destacar que la regulación actual sobre esta materia se encuentra definida en la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Artículo 3.3.6.1 de la Sección VI, el cual dispone límites de apalancamiento para las SCBV, en relación con:

- Máximo de compromisos: la sumatoria de los repos y operaciones a plazo y operaciones TTVs por cuenta de terceros no puede ser mayor a 14 veces el Patrimonio Técnico (PT).
- Por tipo de título total de compromisos individuales:

Renta fija: 14 veces el PT

Renta variable: 7 veces el PT

Asimismo, en segunda instancia, como complemento a estas medidas, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y las firmas comisionistas tienen adoptado el mecanismo de cupos como mitigante al riesgo de contraparte, sin obedecer a unos lineamientos estándares establecidos por el supervisor.

Teniendo en cuenta que al corte del 30 de junio de 2011 existían entidades con compromisos vigentes de apalancamiento que superan hasta en 25 veces su Patrimonio Técnico, y dada la relación que existe entre el apalancamiento y la liquidez, y la alta volatilidad de esta última, es necesario pensar en esquemas de protección que aseguren la sostenibilidad de los agentes que participan en el mercado.

Por lo anterior se ha contemplado la necesidad de realizar algunos ajustes como son:

En primer lugar establecer una definición estándar de apalancamiento. Evaluar la pertinencia de los límites actuales y su impacto para la mitigación del riesgo.

Definición y establecimiento de garantías para operaciones simultáneas celebradas entre  $t+1$  y  $t+3$ .

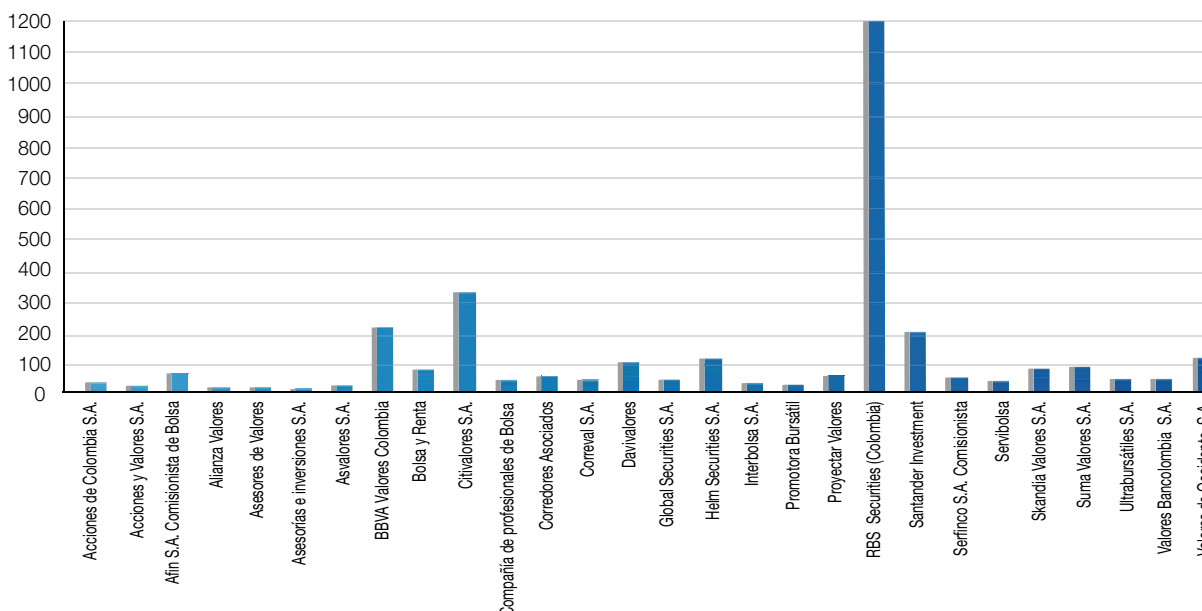
La definición de límites de acuerdo con los compromisos adquiridos en cuenta propia, carteras y por cuenta de terceros.

Establecimiento de un indicador de capacidad de apalancamiento en función de la fortaleza patrimonial.

### Fortalecimiento de la supervisión

Vale la pena señalar que desde finales de la década del noventa se inició la transición de la supervisión tradicional de cumplimiento (*rules-based*) a la supervisión basada en riesgos (*risk-based*). La primera se basaba en la

**Gráfico 7. Solvencia promedio agosto-septiembre 2011 (%)**





determinación de la situación financiera de las entidades y verificación del cumplimiento de las reglas y normas existentes. La segunda se enfoca en la detección temprana y evaluación de los riesgos a los que están expuestas las entidades vigiladas (ver gráfico 8).

## Supervisión basada en riesgos

Dado que anteriormente la supervisión estaba basada y orientada a: (i) revisión de transacciones individuales, (ii) análisis del desempeño histórico de la entidad, y (iii) al cumplimiento estricto de reglas, esta Superintendencia ha migrado hacia una supervisión basada en riesgos, donde los principales objetivos se enfocan en el énfasis en el proceso desarrollado por el intermediario y en el tratamiento de la entidad sustentado en su perfil de riesgos y su capacidad para administrarlo.

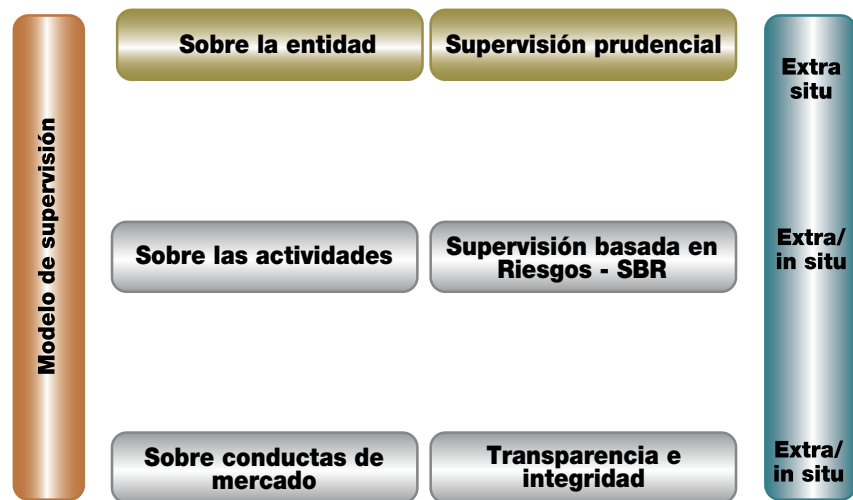
A nivel internacional, los esfuerzos han evolucionado hacia este tipo de supervisión, la cual presenta ventajas tales como:

- Se promueven mayores niveles de transparencia.
- Se suministran señales de alerta temprana, permitiendo una supervisión preventiva.
- Se incentiva la autoevaluación de las posiciones de riesgo por parte de las entidades a intervalos regulares.
- Se incrementan la eficiencia y la efectividad con las cuales se despliegan los recursos de regulación y supervisión, considerando el perfil de riesgo de las entidades y las actividades significativas de la industria.

Ahora, los principales retos de la SFC en materia de supervisión son:

- Revisión y adaptación de los modelos existentes para los diversos riesgos (actualización de los Sistemas de Administración de Riesgo).
- Reorganización de la supervisión: migrar hacia un sistema que invo-

**Gráfico 8. Transición esquema de supervisión**



Fuente: Delegatura adjunta para supervisión institucional.

**Esta Superintendencia ha migrado hacia una supervisión basada en riesgos, donde los principales objetivos se enfocan en el énfasis en el proceso desarrollado por el intermediario y en el tratamiento de la entidad sustentado en su perfil de riesgos y su capacidad para administrarlo.**

lucre efectivamente los resultados del MIS en el proceso de control y vigilancia a las entidades.

- Comunicación del nuevo enfoque de supervisión a la industria, en aras de transmitir la nueva filosofía y generar una nueva cultura de riesgos, que involucre exigencia paralela en términos de conocimiento y administración de los mismos por parte de las entidades.

## Proceso del Marco Integral de Supervisión

Para identificar la posición de riesgo del intermediario, su impacto en el mercado, ajustar el alcance y la

intensidad de la supervisión al nivel de riesgo, asignar recursos eficientemente, desarrollar una supervisión más proactiva, preventiva y promover la confianza en el mercado, la SFC ha desarrollado el Marco Integral de Supervisión (MIS).

Este Marco toma como referencia metodologías internacionales para supervisión basada en riesgos, involucrando elementos de supervisión *in situ* y *extra situ*.

El resultado final permite analizar la concentración de riesgos tanto a nivel de firma individual como a nivel de industria, con el fin de diseñar medidas de supervisión preventiva, que pueden involucrar mayor regulación y control.

### Supervisión de conductas de mercado

La supervisión de conductas de mercado busca principalmente la protección de los inversionistas, propender por la eficiencia y transparencia del mercado y por la reducción del riesgo sistémico.

Esta supervisión y vigilancia de conductas del mercado busca identificar oportunamente actuaciones que puedan poner en riesgo la confianza y estabilidad del mercado, tales como:

- Uso de información privilegiada.
- Manipulación de precios y volúmenes.
- Conflictos de interés.

La SFC viene enfocando su supervisión principalmente en aquellas conductas

- Las operaciones de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pueden ser vigiladas de manera eficiente tanto de los sistemas de transacción como de los de registro.
- Mayor transparencia y confiabilidad en la información.
- La conformación de un comité de supervisión: Banco de la República -SFC-AMV.

### Protección al inversionista

El proceso de expansión e internacionalización del mercado de valores debe ser simétrico con las herramientas de protección al consumidor financiero.

En este sentido, los avances se han dado en materia de:

**Dado el interés manifiesto por mercados externos, como el caso de la Bolsa Mexicana de Valores que pretende incursionar en procesos de integración bursátil adelantados en la región (MILA), resulta necesario que la SFC esté revisando constantemente las normas y estándares adoptados, con el objeto de adecuarlos apropiadamente a las nuevas actividades, retos y riesgos.**

que pueden ocasionar un riesgo sistémico, las que afectan los intereses de los inversionistas y cualquier situación en las que estén comprometidos recursos públicos.

En desarrollo de esta actividad, esta Superintendencia tiene suscrito un acuerdo de entendimiento de responsabilidad y delineamiento de competencias con el Autoregulador del Mercado de Valores (AMV) a través de un memorando de entendimiento.

Adicionalmente, se adoptó un esquema de autorregulación del mercado de divisas el cual se caracteriza por:

- Autorregulación voluntaria con el compromiso de cumplir con el reglamento.

- Mejores estándares de información a los inversionistas, provenientes del intermediario, así como de los emisores.
- Adopción del Sistema de Atención al Consumidor (SAC).
- Definición de cláusulas y prácticas abusivas.
- Difusión y publicación de tarifas del Sistema.
- Facultades jurisdiccionales para la Superintendencia.


### Conclusiones

Teniendo en cuenta el auge del mercado de capitales colombiano, la SFC ha orientado sus esfuerzos a

apoyar todos los procesos de ajuste regulatorio, así como a la implementación de un esquema de supervisión integral que desarrolle metodologías para la identificación de los riesgos a los que se exponen las entidades en desarrollo de las actividades propias de su negocio.

Es por esta razón que la SFC considera necesario profundizar en los siguientes puntos:

En desarrollo de una supervisión integral se están evaluando los ajustes pertinentes que requieren temas tan importantes como son: el indicador de solvencia, liquidez y apalancamiento de las SCBV.

Por otra parte, dado el interés manifiesto por mercados externos, como el caso de la Bolsa Mexicana de Valores que pretende incursionar en procesos de integración bursátil adelantados en la región (MILA), resulta necesario que la SFC esté revisando constantemente las normas y estándares adoptados, con el objeto de adecuarlos apropiadamente a las nuevas actividades, retos y riesgos. Finalmente, con ocasión de la reciente incertidumbre y volatilidad de los mercados, se deben desarrollar mecanismos que permitan identificar las entidades con mayor potencialidad al incumplimiento de los límites prudenciales existentes y, por esta vía, generar mecanismos preventivos de supervisión, teniendo en cuenta el riesgo sistémico y de contagio que pueden ocasionar las SCBV. Dichos mecanismos deben incorporar análisis de la capacidad de reacción de estas entidades haciendo uso de recursos propios, fuentes de financiación alternas privadas y mecanismos de liquidez provistos por el Banco de la República; complementariamente, la industria debe aunar esfuerzos para gestionar y mitigar adecuadamente los riesgos a los que se encuentra expuesta. 

# Relevancia y desarrollo del **mercado de capitales** **en Colombia**

## Las experiencias de Nutresa e Isagen

Juan Pablo Córdoba, Luis Fernando Rico y Carlos Enrique Piedrahita \*



Fotos: Tatiana Herrera - Anif



**E**l mercado de valores se ha convertido en una opción relevante para el país. Hace unos años, se tenía la percepción de que éste era un mercado que servía o beneficiaba a muy pocos y tenía una muy baja participación. Afortunadamente, esa realidad ha cambiado, de tal forma que la meta ahora debe ser continuar siendo relevante para el desarrollo económico. Hoy en día podemos decir que el mercado de capitales es una alternativa real con soluciones y oportunidades para las empresas y los inversionistas.

A raíz de la crisis financiera global y al contrario de lo que muchas personas habían anticipado, se ha dado un buen crecimiento del mercado bursátil, un impresionante ritmo de desarrollo iniciado en 2004. La crisis hizo evidente a las empresas que no se podía depender exclusivamente de fuentes de financiamiento en el exterior. Así, muchas de ellas han vuelto la mirada hacia sus mercados locales, los cuales tienen unas alternativas interesantes. Colombia no ha sido la excepción y, afortunadamente, se ha venido trabajando duro en construir ese mercado.

De modo que, cuando hubo la necesidad, el mercado colombiano respondió muy bien. Se ha pasado de emitir \$5 billones en bonos corporativos en el período 2006-2008 a entre \$13 y \$14

\* Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), gerente general de Isagén y presidente del Grupo Nutresa S.A, respectivamente. Este artículo corresponde a una transcripción del panel “Experiencia en el mercado de capitales” en el Seminario Anif-CAF-AMV del pasado 14 de septiembre de 2011.

billones en 2009 y 2010, dos años récord. En otras palabras, más que se duplicó la emisión de bonos y, más importante aún, los inversionistas en general respondieron masivamente a esa oferta de instrumentos.

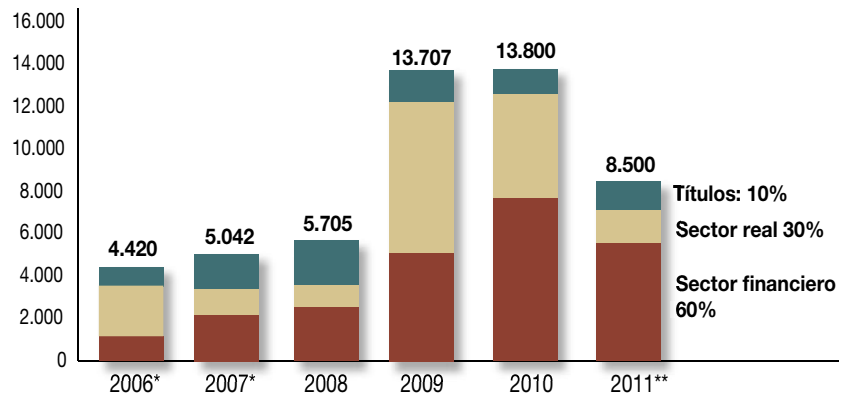
Vale la pena resaltar que, en comparación con otros mercados emergentes, en Colombia hay mercado para plazos de 10, 12 y 15 años con tasa de interés fija en moneda local. Éste es un logro extraordinario, una historia que no se puede contar en muchas otras economías emergentes, ligado estrechamente al desarrollo del mercado de deuda pública. Por ejemplo, la emisión de Suramericana por \$100.000 millones de hace dos años fue a 40 años, lo que ejemplifica la extensión del plazo de financiación.

Obviamente, no todas las empresas pueden hacer una emisión a 40 años, pero ya existe la referencia de un bono corporativo en moneda local a ese plazo. Esto es impresionante y, para continuar con esta senda, 2011 será un año récord en emisión de acciones. A agosto de 2011, Avianca-Taca, Grupo Nutresa, Grupo Aval y Ecopetrol emitieron más de \$5 billones. Adicionalmente, están anunciadas por lo menos tres emisiones adicionales: la de Almacenes Éxito, la del Grupo Suramericana y la del Banco Davivienda. Este último planea una segunda emisión, lo cual implica unos \$5 o \$6 billones adicionales, cerrando el año con aproximadamente \$11 billones en emisión de acciones. Éste es un monto importante, que representa alrededor de un 10% del total de la cartera comercial, todo un éxito, pues hace tan sólo cinco años el país estaba muy lejos de eso.

Por otro lado, todas estas emisiones han dejado una serie de comentarios de cómo mejorar las cosas. Es bueno entonces que existan estas emisiones porque se puede aprender y se puede mejorar.

El problema que más se destaca es el de la liquidez. Se ha dado un aprendizaje

**Gráfico 1. Renta Fija Corporativa en Colombia**  
(\$ miles de millones)



\* Sin incluir entidades territoriales.

\*\* Proyectado

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

**Se ha pasado de emitir \$5 billones en bonos corporativos en el período 2006-2008 a entre \$13 y \$14 billones en 2009 y 2010, dos años récord. En otras palabras, más que se duplicó la emisión de bonos y, más importante aún, los inversionistas en general respondieron masivamente a esa oferta de instrumentos.**

importante, en particular en el mercado accionario, en el cual las empresas ya han venido reconociendo que una cosa es venir al mercado a buscar capital y otra cosa es la necesidad de cuidar la acción en el mercado, procurando que tenga liquidez, que sea un referente de mercado, que entre a los índices y que, de alguna manera, tenga una comunidad de inversionistas grande y activa. Al final del día, esto equivale a tener una relación de largo plazo entre la empresa y el mercado, de tal manera que, si la acción es líquida, activa y tiene una buena masa de participantes en el mercado, cuando la empresa necesite regresar al mercado tendrá receptividad. El tamaño del flotante es clave: si se acude al mercado, pero el porcentaje de acciones en el mercado es muy

pequeño, no hay un estímulo para que haya una buena negociación en el mercado. Entre mayor sea ese flotante, aumenta la liquidez de la acción. Ejemplo de ello es Pacific Rubiales, una empresa muy distinta a las que tradicionalmente cotizan en el mercado colombiano. Prácticamente, el 85% de su capital es flotante y, con un tamaño equivalente a una décima parte de Ecopetrol, negocia tanto o más que ella en el mercado secundario.

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) constituye una oportunidad en ese sentido. Junto con Standard & Poor's, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) ha lanzado un índice con las principales 40 empresas de este mercado. Estar en ese índice



es importantísimo para una empresa, porque, de seguro, los inversionistas globales que quieran poner sus recursos en el MILA van a estar mirando a las empresas que están allí. Ello estimulará cambios en las políticas de emisión para que más empresas colombianas hagan parte del MILA. Así, es fundamental tener una relación de largo plazo entre los agentes del mercado. Los emisores tienen que poner la cara siempre: cuando hay buenas noticias y cuando no. Es necesario establecer una relación continua, creíble y predecible con los inversionistas, lo cual anima a que estos últimos se sientan tranquilos y confiados en invertir en esas em-

uno de los actos de democracia económica más importantes que puede hacer un país. Esto porque en la medida en que se está diciendo que, dado que las empresas son las que generan el crecimiento, los ciudadanos pueden ser partícipes del desarrollo y de la generación de riqueza.

Que existan 800.000 accionistas directos en las empresas colombianas significa que hay muchos más de los que hay en Brasil, el mercado más exitoso en la región en términos de tamaño y crecimiento. Ello demuestra un compromiso de las empresas con el mercado. De hecho, los requerimientos de mercadeo y publicidad son mucho más grandes para colocar emisiones entre

de liquidez y un universo de más de 500 en el cual invertir.

El MILA abre la oportunidad de desarrollar productos para los cuales la escala del mercado local no permite hacerlo. Al estar integrados con otros países, se generan mayores economías de escala, permitiendo elaborar productos como índices de fondos indexados, carteras colectivas, fondos estructurados y derivados sobre estos productos. Esta apuesta podría tomar varios años, pero ya se dio el primer paso con la estructuración del MILA. La idea es trabajar de la mano de los agentes del mercado para seguir desarrollándolo. De eso se trata y eso es lo que se está haciendo. Afortunadamente, Colombia y su mercado de capitales atraviesan por un gran momento y, a pesar de la crisis, estamos financiando más de \$10 billones.

Así, después de la anterior descripción de la expansión reciente del mercado de capitales local, vale la pena destacar la experiencia de dos empresas cuya participación en éste ha sido exitosa. Isagen y el grupo Nutresa se han caracterizado por el uso efectivo de distintos instrumentos de financiamiento para impulsar sus proyectos de expansión. A continuación describimos la experiencia de cada una de ellas.

### **Isagen**

La experiencia de Isagen en el mercado de capitales ha sido exitosa, evolucionando de la mano con el mercado accionario local. En los inicios de dicha experiencia, la empresa se vio obligada a acudir a los mercados internacionales mediante un complicado esquema de fiducias y garantías de la Nación. Algunos años después, con la consolidación del mercado local, vino el proceso de democratización y posteriormente la emisión de bonos. Recientemente, la empresa ha avanzado en su meta de emitir en los mercados internacio-

---

**El MILA abre la oportunidad de desarrollar productos para los cuales la escala del mercado local no permite hacerlo. Al estar integrados con otros países, se generan mayores economías de escala.**

---

presas. De hecho, éste es un mercado basado en la confianza, en donde se le confían recursos a alguien para que los administre. La emisión de acciones o bonos en el mercado no sólo implica la recepción de dinero, sino que la empresa le está pidiendo a la gente que confíe en que es una buena gestora de rentabilidad para esos recursos. Vale la pena entonces resaltar que ésta es una relación de largo plazo que requiere un buen flujo de información.

Otro gran logro de Colombia es que el mercado de capitales no sólo pasó a ser relevante para las empresas, sino que se volvió importante para los ciudadanos de a pie. De hecho, la difusión que hay hoy en día del tema de acciones, su cobertura en medios de comunicación, noticieros, prensa escrita y radio es extraordinaria. Se popularizó el tema, lo cual constituye

50.000 accionistas que para los 1.000 o 1.500 tradicionales. Estas empresas merecen una felicitación, porque se han comprometido con el mercado y con el país al invitar masivamente a los colombianos a invertir.

Finalmente, si bien uno de los pilares es hacer crecer el mercado local de modo que sea aún más relevante, es crucial internacionalizarse. Colombia, en general, debe hacer un esfuerzo mucho mayor para abrirse al mundo. Precisamente, lo que se busca con el MILA es exponer a los inversionistas colombianos a activos internacionales y a las empresas locales a inversionistas de otros países. Con ello vamos subiendo los estándares y la calidad del mercado. De hecho, inversionistas que están acostumbrados a invertir en 20 empresas ahora tienen acceso a entre 100 y 150 empresas con buenos niveles

nales al lograr la autorización para emitir su ADR nivel 1 en la Bolsa de Nueva York.

Como recién se mencionó, la primera experiencia de Isagen con los mercados de capitales fue con el mercado norteamericano en un complejo esquema, requiriendo fideicomisos, garantías de la Nación y seguros con la empresa americana Opic. Fue como tomar un camino lleno de obstáculos, pero definitivamente, en 2005, era el único camino para conseguir la financiación de US\$250 millones que se necesitaban pagar en junio de 2006. Era un tema de supervivencia para la empresa.

Posteriormente vino la democratización de la compañía en el año 2007, suceso que partió la historia de la compañía en dos. En el marco de la Ley 226 de 1995, se puso a la venta el 19.22% de la propiedad de Isagen en manos de la Nación (77%). En

dicho proceso, Isagen obtuvo recursos por \$592.000 millones con un *bid to cover* de casi 1.8 veces, reflejo de la gran aceptación que tuvo la emisión en el mercado accionario nacional. Con ello, la entidad incorporó como accionistas a alrededor de 72.000 inversionistas, reduciendo la participación del gobierno del 77% al 57%. Vale la pena resaltar la estructura de la adjudicación de acciones, en donde los accionistas minoritarios resultaron claramente favorecidos. Estos últimos, con inversiones entre \$1.13 millones y \$3 millones, constituyeron la mayoría de los nuevos accionistas (97.3%), seguidos, de lejos, por los que aportaron entre \$3 millones y \$5 millones (1.9%) y por aquellos inversionistas con aportes mayores a los \$5 millones (0.8%). Es destacable también la incorporación de 3.800 menores de edad como accionistas, con

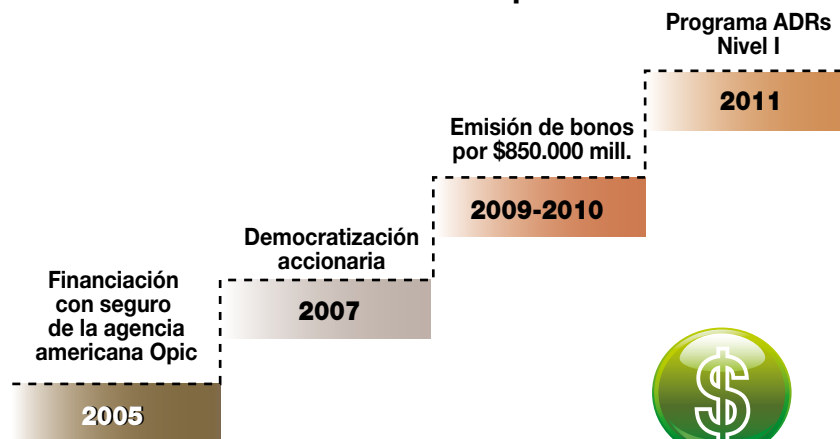
lo que se crean incentivos de ahorro desde una edad temprana.

Los beneficios del mencionado proceso de democratización se pueden descomponer en tres aspectos diferentes, pero de igual importancia. El primero de ellos es la maximización del valor de la empresa. Se ha pasado de una capitalización de cerca de \$2.6 billones en 2007 a casi \$6.3 billones actualmente. Es decir, en los últimos cuatro años la empresa se ha valorizado alrededor de un 103%. Esto último no sólo se ha visto reflejado en las rentabilidades de los nuevos accionistas. La participación actual de la Nación (57%), aunque menor a la observada en 2007 (77%), representa casi 1.8 veces los recursos de esa participación inicial. Claramente, la democratización de 2007 resultó en un gana-gana para todos los accionistas de la empresa. Éstos ahora cuentan con una acción de alta bursatilidad, clasificada entre las primeras quince empresas del país en términos de participación en índices accionarios.

El segundo gran beneficio de la emisión de acciones de 2007 tiene que ver con el tema de la gobernabilidad empresarial. Se han logrado importantes avances en lo concerniente al adecuado funcionamiento de la junta directiva y la protección de los intereses de los accionistas, especialmente de los minoritarios. La empresa cuenta con una junta directiva de siete renglones, incluidos los ministros de Hacienda y de Minas y Energía, en donde cinco renglones son independientes. En línea con las buenas prácticas de gobierno corporativo, el presidente de la junta es un miembro independiente. Ello garantiza que sus decisiones estén basadas en criterios empresariales y busquen el beneficio de los accionistas. En el caso de la junta directiva de Isagen, su transparencia es de particular importancia, debido al hecho de incluir una empresa competidora en uno de sus asientos (Empresas Públicas de Medellín - EPM).

**En el marco de la Ley 226 de 1995, se puso a la venta el 19.22% de la propiedad de Isagen en manos de la Nación (77%). En dicho proceso, Isagen obtuvo recursos por \$592.000 millones con un *bid to cover* de casi 1.8 veces, reflejo de la gran aceptación que tuvo la emisión.**

**Gráfico 2. Isagen: evolución de la relación con los mercados de capitales**



Fuente: Isagen.

**Cuadro 1. Emisión de bonos corporativos de Isagen, 2009 - 2010**

Plazo	Tasa (spread sobre el IPC)	Primera emisión		Segunda emisión	
		Monto (\$ millones)	Demanda (\$ millones)	Monto (\$ millones)	Demanda (\$ millones)
7 años	5.93%	98.856	260.853	100.000	317.184
10 años	6.48%	149.394	189.945	130.000	476.869
15 años	6.99%	201.750	206.750	170.000	521.140
<b>Bid to cover</b>		<b>1.46 veces</b>		<b>3.28 veces</b>	

Fuente: Isagen.

La amplia información, regulación y transparencia en este aparente conflicto de intereses son prenda de garantía para todos los accionistas de la empresa. Las pruebas del buen manejo del gobierno corporativo en Isagen saltan a la vista. Ésta ha sido la empresa con la mayor cantidad de prácticas del Código País de la Superintendencia Financiera (SFC) en los últimos tres años.

El tercer y último beneficio de la democratización para Isagen resulta del hecho de someterse a la disciplina del mercado en términos de información, rentabilidad y gobierno corporativo. El buen desempeño de la empresa en estos frentes se ha visto reflejado en mejores tasas, plazos y, en general, en mejores alternativas de financiamiento. Estos mejores términos habrían de probar su importancia en 2009-2010, cuando la compañía buscaba fondos para su ambicioso plan de expansión. Dicho plan comprende la construcción de importantes proyectos con miras a incrementar en un 50% la capacidad instalada de la compañía para el año 2013. Es decir, más de 3.000 MW y una generación media anual adicional de casi 6.000 GWh/año.

La búsqueda del financiamiento de dicho plan comenzó en 2009 explorando los mercados internacionales. Sin embargo, el inicio de la crisis financiera secó esta opción de recursos, obligando

**El buen desempeño de Isagen en materia de rentabilidad, gobierno corporativo y disciplina de mercado, se ha visto reflejado en mejores tasas, plazos y, en general, en mejores alternativas de financiamiento.**

a Isagen a mirar una vez más al mercado de capitales nacional, esta vez bajo la emisión de bonos corporativos. El resultado fue otra buena experiencia para Isagen, al encontrar opciones de financiamiento acordes con proyectos de largo plazo como Hidrosogamoso (con una inversión requerida de más de \$4 billones). Esta emisión de bonos de 2009-2010 fue dividida en dos tramos de \$450.000 millones y \$400.000 millones respectivamente, contando con tasas favorables entre el 5.93% y el 6.99% (*spreads* sobre el IPC). Los plazos también resultaron favorables, con vencimientos atractivos acorde con

la naturaleza de largo plazo de los proyectos. El 76% de la emisión se colocó en plazos de 10 a 15 años. Una vez más, el mercado demostró su elevada aceptación a los papeles emitidos por Isagen. Los recursos demandados por el mercado fueron 1.46 y 3.28 veces los ofrecidos por Isagen, para el primer y segundo tramo respectivamente.

Después de estas satisfactorias experiencias de la compañía con el mercado de capitales, Isagen se está preparando para los retos que plantea la continua internacionalización de sus proyectos. Para ello, está construyendo el andamiaje que le permita acceder a los mercados internacionales de manera a obtener los recursos para sufragar su crecimiento después de 2013. El primer paso ya está en proceso, al lograr la autorización para la inscripción del ADR nivel 1 en la Bolsa de Nueva York. Este proceso debería culminar antes de finalizar 2011. Ello le permitiría darse a conocer en los mercados internacionales, con miras al objetivo último de emisión de bonos-acciones en los mercados internacionales.

## Grupo Nutresa

En los últimos años, el grupo Nutresa ha estado muy activo en el mercado de capitales. Hace tres años la empresa hizo una emisión de bonos en Perú, la cual resultó exitosa, al igual que la

emisión de bonos realizada en Colombia dos años atrás. El año pasado la empresa se enfocó en el mercado norteamericano al lanzar un ADR nivel 1 y, junto a la reciente emisión de acciones en el mercado colombiano, la empresa se ha consolidado como una de las más dinámicas en la colocación de deuda. Actualmente, la compañía se encuentra explorando la posibilidad de llevar a cabo una emisión de bonos en el mercado chileno. No para realizarla de manera inmediata, sino para tener un programa listo de tal forma que, cuando se necesite, pueda usarse con una vigencia muy amplia a futuro.

La experiencia del Grupo Nutresa en el mercado ha dejado tres lecciones importantes: i) la institucionalidad que ha alcanzado el mercado de valores de Colombia; ii) las necesidades que requiere una compañía multi-latina en su objetivo de internacionalización; y iii) la liquidez que necesita una acción como la de Nutresa para alcanzar una formación real de su precio.

En cuanto al primer punto, se puede asegurar que el mercado accionario de Colombia es una opción real de financiamiento para las empresas, lo que se evidenció con la colocación de acciones de la compañía en este año. Esto se sustenta en una cada vez mayor institucionalidad alcanzada por el mercado de valores del país. A su vez, esto se ve reflejado en la evolución, profesionalismo y madurez de todos los agentes que participaron en el proceso de emisión de la acción: la BVC, la SFC, los comisionistas, los analistas, los fondos de pensiones, todo tipo de inversionistas e incluso los especuladores que, como se sabe, son necesarios en el mercado.

Además de esto, el mercado cada vez confía más en esta institucionalidad. Con esto se genera un ambiente de confianza y credibilidad dentro de los inversionistas. Reflejo de ello es que, a pesar del complejo mecanismo de asignación de acciones debido a la sobredemanda, sólo unos pocos in-

versionistas (de miles) llamaron para conocer si el monto adjudicado era el correcto. Así, el proceso de adjudicación tuvo mínimos inconvenientes. Esto evidencia que hay una credibilidad total en el sistema, lo que convierte la emisión de acciones en una alternativa de consecución de recursos.

Respecto al segundo punto, actualmente Nutresa es una empresa multi-latina que debe competir con gigantes mundiales de la industria de alimentos. Para esto necesita tecnología de punta, investigación y desarrollo y financiación competitiva.

En el pasado, la brecha en el frente financiero era enorme respecto a las empresas de los países desarrollados.

mucho las expectativas, siendo de \$9 billones. Hay entonces disponibilidad de recursos, pero más importante aún, existe competitividad en términos del costo de los fondos.

Es claro entonces que el mercado accionario colombiano ha evolucionado fuertemente y se está convirtiendo cada vez más en una opción. Pero aún más importante, en una opción competitiva. Finalmente, en referencia al tema de liquidez, la última emisión accionaria de Nutresa se realizó con dos propósitos fundamentales: i) conseguir recursos frescos de capital para continuar con la expansión internacional; y ii) aumentar la liquidez de la acción. Esto último es de la mayor importancia, pues la acción

---

**La experiencia de Nutresa en el mercado ha dejado tres lecciones importantes: i) la institucionalidad del mercado de valores en Colombia; ii) las necesidades de una compañía multi-latina en su objetivo de internacionalización; y iii) la liquidez que necesita una acción como la de Nutresa para alcanzar una formación real de su precio.**

---

Sin embargo, ésta se ha acortado en términos de la disponibilidad de los fondos y en el costo de los mismos. Incluso se podría decir que en la actualidad pueden darse casos en que el costo de la financiación de las empresas multinacionales es mayor a las empresas multi-latinas o locales. Como prueba de ello, Nutresa emitió en Perú bonos a 10 años a una tasa de libor +1.8%. Al mismo tiempo, una gran multinacional norteamericana emitió bonos un punto porcentual por encima de lo hecho por Nutresa. Con esto se puede decir que, en la actualidad, la brecha de financiación, en muchos casos, se ha invertido. Por ejemplo, en la reciente emisión de acciones hecha por la compañía se ofrecieron recursos por \$1 billón, pero la demanda superó por

de Nutresa venía perdiendo liquidez en los últimos años. Como se sabe, la empresa ha participado en el mercado accionario casi desde su fundación. Los inversionistas generalmente se quedaban con la acción y no la transaban en el mercado secundario, sino que la dejaban como base de portafolio. Esto hizo que la acción tuviera un nivel de volatilidad muy bajo. La menor liquidez llevó a una pérdida de formación de precios. En efecto, en los últimos diez años el valor de la acción se multiplicó por 25, pero si se mira la curva de valorización de los ocho primeros años, ya se había multiplicado por 23, con lo cual la curva se estaba volviendo asintótica. Esta pérdida de valorización marginal muestra claramente que en los últimos años la acción se estaba





De izquierda a derecha:  
Juan Pablo Córdoba,  
presidente de la Bolsa de  
Valores de Colombia (BVC);  
Luis Fernando Rico,  
gerente general de Isagen;  
Carlos Enrique Piedrahita,  
presidente del Grupo  
Nutresa S.A; Víctor Traverso,  
representante de la  
CAF para Colombia  
y Sergio Clavijo,  
presidente de Anif.

Foto: Tatiana Herrera - Anif

transando cada vez menos, con lo que estaba desapareciendo el mecanismo de formación de precios. Con la nueva colocación accionaria se logró imprimirle liquidez a la acción. Con ello la bursatilidad se multiplicó por cinco. En síntesis, se puede decir que la mayor institucionalidad ha convertido al mercado accionario colombiano en una opción real y competitiva de consecución de capital fresco. Para una empresa multi-latina como Nutresa es de vital importancia contar con esos recursos para continuar con los planes de expansión internacional. Afortunadamente, esto se ha logrado a bajo costo, pues en los últimos años se ha cerrado y en algunos casos se ha invertido la brecha de financiamiento entre los países desarrollados y los emergentes. Por último, también han sido afortunadas las ganancias en liquidez de la acción de Nutresa, pues esto ha redundado en una mejor formación del precio de la misma. Así, el objetivo

de la última emisión de acciones del Grupo se cumplió cabalmente.


### Conclusiones

El mercado de capitales en Colombia ha evolucionado desde la implementación de la Ley 964 de 2005, convirtiéndose en una opción relevante y competitiva de financiamiento. Hoy en día, la emisión de acciones y bonos ha alcanzado unos niveles importantes, de más de \$10 billones por año. Vale la pena destacar la buena acogida de estas emisiones, lo cual se refleja en *bid to covers* de mínimo 2.

Dos de los casos más representativos son Isagen y Nutresa. Por un lado, Isagen pasó de tener que acudir a complicados esquemas de financiamiento en el mercado norteamericano a su exitosa democratización en el mercado local en 2007. A ello le siguió la consecución de recursos a través de bonos corporativos, una vez los mercados internacionales se

secaron producto de la crisis, en 2009 y 2010. Con estos fondos, Isagen se aseguró la financiación de su plan de expansión hasta finales de 2013.

Por otro lado, Nutresa se ha beneficiado de la mayor institucionalidad del mercado para la obtención de recursos para financiar su crecimiento internacional. Las exitosas incursiones de esta empresa en el mercado le han permitido acceder a capital a bajo costo y en términos competitivos. Adicionalmente, con la última emisión la empresa logró incrementar la liquidez de su acción, generando un mejor mecanismo de revelación de precios.

Todo lo anterior muestra el potencial del mercado de capitales como alternativa eficiente de financiamiento, toda vez que las interacciones exitosas entre las empresas y los inversionistas han cimentado una cultura de confianza. Ello se ve reflejado en atractivos términos de financiamiento, esto es, menores tasas y mayores plazos. 

# Infraestructura minero-energética:

## Los desafíos de la Administración Santos \*

**A**nif ha venido mencionando que el “Talón de Aquiles” de la economía colombiana es la carencia de una adecuada infraestructura. Por lo general, el público ha entendido que nos referimos a la relacionada con transporte de pasajeros y carga, la cual indudablemente es la más precaria (incluyendo la falta de vías pavimentadas, dobles calzadas, puentes, viaductos, puentes y aeropuertos).

Sin embargo, lo que ha sido menos evidente es que Colombia también muestra serios atrasos en la infraestructura referida al sector minero-energético colombiano, de la cual depende, ni más ni menos, que se cristalice la anunciada bonanza. Sin dicha infraestructura minero-energética, pues tampoco se darían los mayores tributos y regalías que permitirían “sembrar” dicha bonanza bajo la forma de desarrollo tecnológico y de infraestructura vial para el país (antes comentada).

El Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2010-2014, “Prosperidad para Todos”, nos habla de tres necesidades básicas: 1) promover la inversión nacional y extranjera bajo reglas de juego claras y estables; 2) consolidar el desarrollo de *clusters* de alto valor agregado, especialmente los relativos a recursos



minero-energéticos; y 3) diseñar e implementar políticas para administrar eficientemente el auge resultante de la extracción de recursos naturales no renovables.

En este informe analizaremos los desafíos que todo ello encierra para la infraestructura del sector minero-energético, en particular, con atención a los subsectores de hidrocarburos, minería y energía eléctrica. Especialmente en 2009-2011, ha sido evidente que las ampliaciones de oleoductos y gasoductos han sufrido retrasos graves que amenazan la viabilidad de dicho auge exportador; mientras que el sector privado también debe

hacer esfuerzos por coordinarse de una mejor manera para asegurar que se cumplan sus planes de duplicación de volúmenes de carbón exportado.

### Inversión en el sector minero-energético

Con el fin de aprovechar de forma “sostenible” la explotación de recursos naturales, el país deberá realizar inversiones en el sector minero-energético por valor de \$97 billones (constantes de 2010) durante 2011-2014, a razón de un promedio del 3.7% del PIB por año (ver cuadro 1). El grueso de esas inversiones lo haría el sector privado (un 96.7% del total), dejándole un 2.6% al Gobierno Central y el restante 0.7% a los entes descentralizados.

La idea es lograr que el país alcance una producción de petróleo cercana a los 1.2-1.5 millones de barriles por día y que la correspondiente a carbón llegue a 124 millones de toneladas año hacia 2015. Así, los ingresos tributarios generados por Ecopetrol (incluyendo impuestos de renta y

\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1098 del 8 de noviembre de 2011

dividendos) ascenderían a unos \$9 billones en el año 2012 (un 1.4% del PIB). La matriz minero-energética nos indica que el sector de hidrocarburos será el factor clave en dicho auge. La inversión en el sector promediaría un 2.7% del PIB durante el período 2010-2014. El departamento del Meta sería uno de los más beneficiados al alcanzar inversiones por \$11.7 billones durante esos cuatro años, un 12.1% del total estimado para el sector minero-energético, en el mismo período.

Asu vez, la generación de energía eléctrica participaría con un 18% dentro de la matriz energética del país. Este subsector ha logrado consolidarse gracias a positivas reformas en su marco regulatorio y a los criterios de largo plazo con los que opera la CREG. La inversión planeada para este subsector ascendería a \$17 billones (constantes de 2010) durante 2010-2014, equivalente al 0.7% del PIB durante ese período. El departamento de Antioquia será uno de los más beneficiados, llegando a \$1.6 billones de inversión en sólo ese componente eléctrico.

A nivel del subsector minero, el principal recurso de explotación continuará siendo el carbón, con una producción anual de 73 millones de toneladas, donde un 94% se exporta. Ello posiciona a Colombia como el cuarto exportador mundial (detrás de Indonesia, Australia y Rusia). Su ventaja estratégica, al generar elevada energía a bajo costo, es evidente a nivel

global. Debido a ello, en la próxima década el carbón elevará su posición en la matriz minero-energética a niveles cercanos al 58% del total. Pero para consolidar dicha oportunidad, Colombia debe continuar atrayendo Inversión Extranjera Directa (IED) a este sector a ritmos de unos \$9.3 billones (constantes de 2010) entre 2011 y 2014, cifra equivalente a un promedio del 0.4% del PIB por año. Los departamentos del Cesar y La Guajira continuarán beneficiándose ampliamente de dicha inversión.

### Desafíos para el sector de hidrocarburos

La actividad exploratoria continuará beneficiándose de los precios relativamente elevados que se esperan en petróleo y gas natural. Se estima que Colombia continuará recibiendo una IED del orden de los US\$3.000-5.000 millones por año durante 2011-2014. Dicha IED deberá materializarse en dotación de infraestructura que permita elevar la capacidad de transporte hacia el año 2014, así: 1) los oleoductos de 700.000 a 1.4 millones de barriles día; y 2) la de gasoductos de 1.100 mpcd a 1.375 mpcd (ver cuadro 2). La tarea no luce fácil en ninguno de esos frentes, pues ello implica desarrollar cerca de veinte proyectos, totalizando inversiones por \$1.5 billones. En particular, el oleoducto Ocesa de los Llanos deberá incrementar su capacidad de 100.000 a 560.000 bpd, mientras que el gasoducto

Cusiana-Vasconia-Cali incrementaría la capacidad en 390 mpcd.

El segundo grupo de inversiones deberá incrementar la capacidad de refinación de Colombia, lo cual redundará en mejor calidad ambiental, especialmente para un país que tiene que manejar crudos pesados. En este frente las inversiones ascenderían a US\$7.400 millones. Por ejemplo, la Refinería de Cartagena requiere inversiones por US\$4.000 millones durante 2011-2013 y la de Barrancabermeja unos US\$3.400 millones durante 2011-2015. Todo ello le permitirá a Ecopetrol elevar su procesamiento de un 75% a un 95% del crudo producido en Colombia, mejorando productividad y rentabilidad.

### Desafíos en energía eléctrica

El sector energético ha venido mejorando su eficiencia en generación, transmisión y comercialización. Específicamente, las subastas de ampliación del parque generador han asegurado un incremento de oferta del 25% para el período 2012-2018. Cerca del 90% será oferta hidráulica. Hacia el mediano plazo se requiere mejorar el balance hídrico/térmico, pasándolo de su actual 80%/20% hacia un 70%/30%.

Asimismo, Colombia se ha propuesto un ambicioso plan de exportación de energía eléctrica, incluyendo destinos como Chile, Panamá y otros de Cen-

**Cuadro 1. Gasto minero-energético (billones de 2010 y % del PIB)**

	2011		2012		2013		2014	
	\$	% del PIB	\$	% del PIB	\$	% del PIB	\$	% del PIB
Hidrocarburos	21.6	3.5%	19.1	3.1%	14.8	2.4%	11.8	1.9%
Energía	5.4	0.9%	4.8	0.8%	3.7	0.6%	2.9	0.5%
Minería	3.0	0.5%	2.6	0.4%	2.1	0.3%	1.6	0.3%
<b>Total</b>	<b>30.0</b>	<b>4.9%</b>	<b>26.5</b>	<b>4.3%</b>	<b>20.5</b>	<b>3.3%</b>	<b>16.3</b>	<b>2.7%</b>

Fuente: cálculos Anif con base en Plan Nacional de Desarrollo, 2010-2014.

**Cuadro 2. Desarrollo minero y expansión energética**

	2010	2014	Var. %
			2010-2014
Dinámica minera-Producción de carbón (millones t/año)	73	124	<b>69.9%</b>
Dinámica energética-Capacidad de generación eléctrica (MW)	13.542	16.234	<b>19.9%</b>
Dinámica petrolera-Producción de petróleo y gas (BPED)	990.600	1.420.000	<b>43.3%</b>
Capacidad de transporte por oleoductos (Kbpd)	700	1.450	<b>107.1%</b>
Producción anual de oro (tonelada)	48	72	<b>50.0%</b>
Capacidad de transporte de gas natural (Mpcd)	1.100	1.375	<b>25.0%</b>

Fuente: cálculos Anif con base en Plan Nacional de Desarrollo, 2010-2014.

troamérica; eventualmente a México, añadiéndose a los programas de Ecuador y Venezuela. Dicha propuesta se basa en la capacidad de generación eléctrica por mecanismos hídricos. Concretar estos programas requeriría inversiones por cerca de unos \$5.4 billones durante 2011-2014, incluyendo los de Hidrosogamoso e Ituango.

## Desafíos en el sector de minería

El sector minero, diferente a carbón, muestra deficiencias en su manejo institucional y tecnológico-ambiental. El sector de ferroníquel se ha estancado y el del oro ha tenido serios conflictos con el medio ambiente.

En materia de carbón, Colombia está a la expectativa de nueva inversión privada por cerca de US\$10.000 millones durante 2012-2015. Como ya lo comentamos, ello debería permitir elevar la producción de las actuales 73 millones de toneladas año a unas 124. Particularmente, el Cerrejón estaría elevando su producción de 25 millones a 40 millones de toneladas anuales, una vez se consolide la zona sur (Similó) de su complejo carbonífero. A su vez, la Drummond estará expandiendo su mina El Descanso. Sin embargo, los grandes jugadores de este sector deberán acelerar sus acuerdos para

optimizar el uso de sus redes férreas. Sólo de esta manera será posible que se eliminen totalmente las fuentes de contaminación sobre la costa Atlántica, que tanto daño le han causado al país, salvo por el caso del Cerrejón, que desde un inicio implementó el esquema de embarque directo sobre los buques. Las exportaciones de oro ascendieron a US\$2.000 millones en 2010 y, dados los precios récord internacionales, se estima que este año podrían bordear los US\$2.600 millones. Las negociaciones de las licencias ambientales determinarán la posibilidad de elevar la producción de sus actuales 48 toneladas a las 72 toneladas que se tienen programadas para el año 2014. Proyectos como Gramalote en Antioquia, Cañaveral en La Guajira, La Colosa en Tolima, La Bodega en Santander y Marmato en Caldas están a la espera de aprobaciones cruciales en estos frentes.

## Conclusiones

Hemos visto que los indicadores de producción y precios del sector minero-energético de Colombia ya nos hablan de una bonanza exportadora de *commodities* en desarrollo. Sin embargo, alcanzar su plenitud requiere una gran gerencia para aprovechar las copiosas ofertas de IED. Ya hemos comentado cómo el país deberá realizar

inversiones en el sector minero-energético por valor de \$97 billones (constantes de 2010) durante 2011-2014, a razón de un 3.7% del PIB por año. El grueso de esas inversiones lo haría el sector privado (un 97% del total). Se estima que Colombia continuará recibiendo una IED del orden de US\$3.000-5.000 millones por año durante 2011-2014. Dicha IED deberá materializarse en dotación de infraestructura que permita elevar la capacidad de transporte hacia el año 2014, así: 1) los oleoductos de 700.000 a 1.4 millones de barriles día; y 2) la de gasoductos de 1.100 a 1.375 mpcd. La tarea no luce fácil en ninguno de esos frentes. De otra parte, existen grandes retos en los temas ambientales. Por ejemplo, en el caso del oro, estos aspectos determinarán la posibilidad de elevar la producción de las actuales 48 toneladas a las 72 toneladas que se tienen programadas para el año 2014. Le deseamos entonces suerte al nuevo ministro de Minas y Energía, pues sobre sus hombros descansa buen parte de la posibilidad de que Colombia logre “sembrar” en infraestructura la actual bonanza minero-energética y, por esta vía, evitar que las presiones hacia la apreciación cambiaria haga estragos sobre los sectores tradicionales (industria y agricultura, tal como lo comentamos en nuestro *Informe Semanal* No. 1062 de febrero de 2011). 



# Líneas de pobreza e indigencia en Colombia

## Efectos del ajuste por calorías, ingresos y subsidios \*

**E**n agosto de 2011, Colombia decidió adoptar oficialmente importantes ajustes a las llamadas líneas de pobreza e indigencia (bajo el enfoque monetario) y validó su medición multidimensional como instrumento de política pública. El lanzamiento de estos nuevos referentes ocurrió en el marco del foro “Reducción de la pobreza y promoción de la equidad en Colombia”, impulsado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP), el Banco Mundial (BM), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) y la Oxford Poverty and Human Development Initiative (OPHI).

Anif se tomó casi tres meses antes de salir a comentar dichos resultados, pues los ajustes metodológicos han implicado cambios muy importantes que ameritan un cuidadoso análisis. En efecto, éstos han terminado por reducir de forma importante las lecturas de pobreza en Colombia (del 44% al 37% al corte de 2010, unos 7 puntos porcentuales) y también las lecturas de indigencia (de casi el 15% al 12%). Como veremos, dichos ajustes

encierran complejidades conceptuales y estadísticas. Como bien lo señalaba el DNP, se trata de temas “difíciles de explicar y comprender”, hasta por parte de la Vicepresidencia de la República. Así, todo lo que hagamos en el plano pedagógico resultará en beneficio no sólo de los académicos, sino del ciudadano común y, ojalá, de las políticas públicas que buscan sacar de la pobreza absoluta a ese tercio de los colombianos que aún permanecen bajo dicha situación.

### Cambios metodológicos y sus implicaciones

Los cambios metodológicos referidos a la línea de pobreza-indigencia se focalizaron en: i) reducir los requerimientos de calorías en el menú alimenticio de los colombianos, el cual resultaba ser un 35% superior a la media de la región (es decir, “los pobres de Colombia eran los más nutridos de la región”); ii) añadir el efecto ingreso que tenían las “transferencias condicionadas” realizadas a los hogares (especialmente, a través

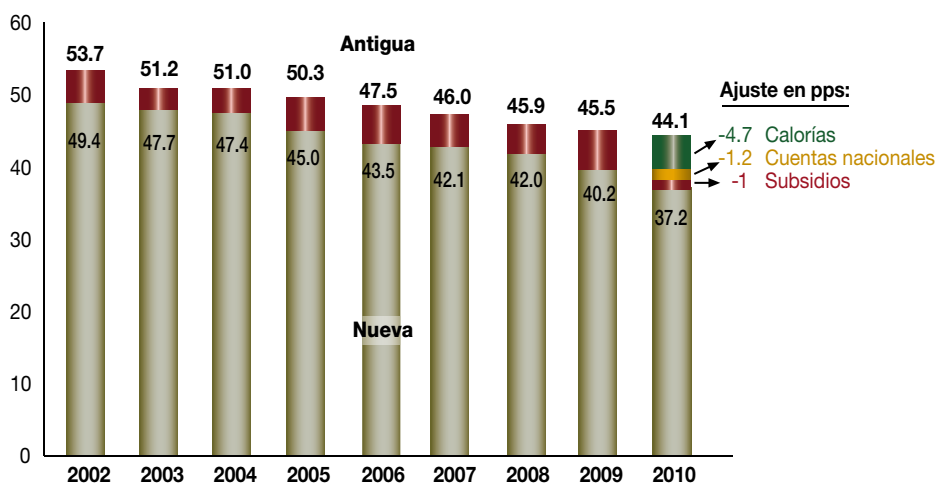


www.mashpedia.es

\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1096 del 24 de octubre de 2011



**Gráfico 1. Descomposición del índice de pobreza absoluta (nueva metodología vs. antigua, % de la población)**



Fuente: cálculos Anif con base en DNP.

del programa Familias en Acción, ahora representando un 0.3% del PIB por año); y iii) eliminar el ajuste contable que se les venía haciendo a los ingresos de los hogares, según cuentas nacionales, resultantes de subreportes en los ingresos.

Estos ajustes metodológicos vienen a explicar el salto abrupto que sufrieron los índices de pobreza absoluta e indigencia en Colombia en las cifras de 2010. Como se recordará, los niveles de pobreza absoluta en Colombia daban cuenta de una trayectoria descendente de valores cercanos al 53.7% en 2002 hacia un 45.5% en 2009. Sin embargo, esa reducción de unos 8.2 puntos porcentuales (pps), casi a razón de un punto por año, resultaba precaria frente a lo ocurrido en América Latina y su elevado nivel todavía era algo vergonzoso en el ámbito internacional, tratándose de un país que se percibe

como “el consentido de las entidades multilaterales”.

Para el año 2010 se decidió oficializar los ajustes metodológicos antes comentados, con lo cual el nivel de pobreza absoluta pasó a un “aceptable” 37.2% (nueva metodología) en 2010 frente a dicho 44.1% (antigua metodología). ¿Cómo se explican y justifican dichos cambios metodológicos? Como veremos, a nivel conceptual dichos cambios tienen una buena justificación técnica, pero la forma en que se han realizado y divulgado algunos de ellos todavía requiere mayor pulimento. De la reducción de 7 pps (= 44% antigua metodología - 37% nueva) para el año 2010, el 68.1% se explicaría por la reducción en calorías (4.7pps), mientras que el incremento (imputado) a los ingresos por los programas sociales explicaría un 14.5% (1pp) y el restante 17.4%

(1.2pps) provendría del ajuste en cuentas nacionales (ver gráfico 1).

Estos resultados corresponden a las inferencias que ha realizado Anif al “armar” el rompecabezas histórico de reportes sobre pobreza realizados por el DNP, la Cepal y el Banco Mundial, incluyendo el horrendo hoyo negro que se produjo durante 2007-2008, por falta de adecuada coordinación con el Dane. Imaginamos que dichas entidades están aún procesando la información del caso para pronto ilustrarnos, con mayor detalle, qué fue lo que finalmente ocurrió.

## Determinantes de la línea de pobreza

Dentro de los cambios que se realizaron en la nueva metodología se encuentran: i) utilización de la misma encuesta (ENIG 2006/2007) para los cálculos de la pobreza en el área rural y urbana; ii) exclusión de los pobres extremos y de los más ricos, para así capturar los hábitos de consumo del grueso de la población, ajustando el consumo calórico y procediendo a monetizar su canasta básica de alimentos (darle un valor monetario a la “reposición de la fuerza de trabajo”); y iii) aplicación de deflatores espaciales de precios. Como ya explicamos, se eliminó el ajuste agregado al ingreso de los hogares por concepto del subreporte de ingresos.

El ajuste más importante fue el referido a calorías. En efecto, esto se reflejaba en una línea de pobreza que en Colombia equivalía a US\$6.8/día, superior a los US\$3.4/día de Chile o los US\$5.3/día de México. Tras el ajuste, Colombia figura con una línea de pobreza equivalente a US\$4.4/día, lo cual implica reducir

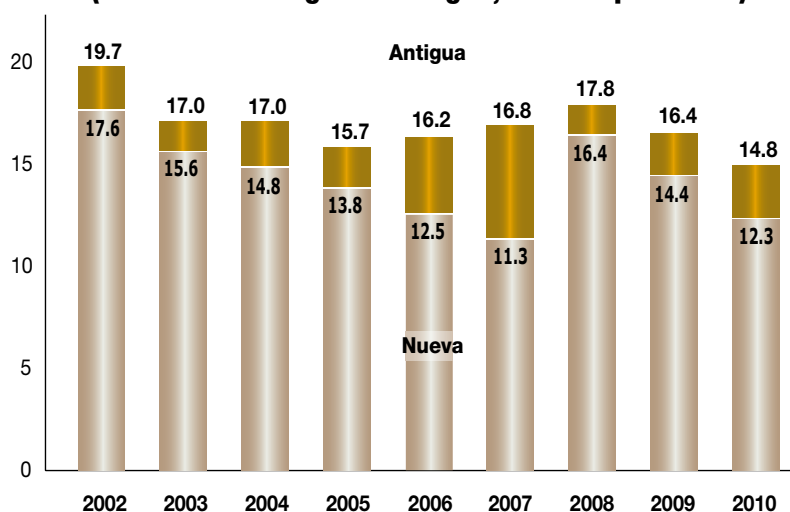


la medición de pobres en Colombia en 4.7pps, respecto de la medición anterior, para el año 2010. Este dato es consistente con lo reportado, por ejemplo, por Rojas (2005, “Cambios en los requerimientos calóricos FAO/WHO/UNU -2001- y pobreza en Colombia”).

El segundo ajuste consistió en imputar mayores ingresos a los hogares pobres por cuenta de las transferencias condicionadas vía Familias en Acción. Ésta ya era una práctica común en el resto de América Latina. Aparentemente, su impacto ha sido el de reducir la pobreza en 1pp, según cálculos oficiales. Esta cifra es inferior a los 2pps que se venían mencionando (ver *Informe semanal* No. 998 de octubre de 2009) y todavía resta por analizar las correlaciones históricas entre asignaciones presupuestales e ingresos imputables a los hogares. ¿Si será que con tan sólo un 0.2%-0.3% del PIB asignados en Familias en Acción se logra la “magia” de reducir hasta en 2 pps la lectura de la pobreza? Por último, ya hemos comentado cómo la abolición de los ajustes por cuentas nacionales podría haber reducido la pobreza en 1.2pps (calculado por residuo, ante la carencia de mayores datos a este respecto).

Realizando una extrapolación retrospectiva para 2002-2009, sobre los datos (inferidos) para el año 2010, observamos que la pobreza absoluta de 2002 habría sido del 49.4% y no del 53.7%, de haberse aplicado entonces esta nueva metodología (ver gráfico 1). Esto significa que, bajo la nueva metodología, probablemente Colombia habría reducido su pobreza de niveles del 49% en 2002 al 37% en 2010, una reducción de algo más de 1pp por año. En todo caso, las brechas de pobreza rural-urbana siguen siendo abismales: mientras que la zona rural arrojó índices de pobreza absoluta del 50.3% en 2010, la zona urbana mostró un 33%. Resulta entonces útil que el gobierno pase a

**Gráfico 2. Descomposición del índice de indigencia absoluta (nueva metodología vs. antigua, % de la población)**



Fuente: cálculos Anif con base en DNP.

**Bajo la nueva metodología, probablemente Colombia habría reducido su pobreza de niveles del 49% en 2002 al 37% en 2010, una reducción de algo más de 1pp por año.**

focalizar sus esfuerzos en las necesidades del área rural apoyándose en los datos longitudinales del ELCA, ver *Comentario Económico del Día* 5 de octubre de 2011.

## La línea de indigencia

Las lecturas de pobreza extrema (indigencia) también se han visto alteradas. Por ejemplo, en el año 2010, la nueva metodología indicó niveles del 12.3%, la cual se habría reportado cerca del 14.8% si se hubiera aplicado la metodología anterior (un descenso

de 2.5 pps por efecto de los cambios metodológicos antes comentados). En este caso, el efecto dominante tiene que ver con el ajuste por menores calorías requeridas. En efecto, si dicha diferencia correspondiera en su totalidad a la valoración calórica, esa sería la cota mínima de ajuste en pobreza absoluta (2.5pps) y los 4.7pps antes mencionados serían la cota máxima por el efecto calorías.

La extrapolación retrospectiva nos indica que, en 2002, el nivel de indigencia habría sido del 17.6% (nueva metodología) frente al 19.7% (antigua metodología).

Ahora bien, bajo la nueva metodología, la indigencia se habría incrementado en 2.6pps durante 2005-2008, pasando del 13.8% al 16.4% (ver gráfico 2). Como lo hemos discutido en otras ocasiones, durante ese período ocurrió una inflación de alimentos a nivel global. En Colombia ello se reflejó en una inflación de alimentos acelerándose del 6.6% al 13.2% durante ese período. Aunque en 2010 ese efecto disminuyó, este impacto podría repetirse durante 2011, esta vez por cuenta de los daños invernales.

## Conclusiones


Según el DNP y lo consignado en el PND, se espera que la pobreza se pueda reducir de niveles del 40.2% (nueva metodología) en 2009, el 37.2% en 2010, al 32% en 2014. Allí el factor de mayor impacto, según el DNP, provendría de la aceleración del crecimiento (una reducción de 5.4 pps). En el caso de la indigencia, el DNP confía en reducirla del 14.4% (nueva metodología) en 2009, el 12.3% en 2010, al 9.5% en 2014 (ver gráfico 3).

Sin embargo, Anif considera que ello no será fácil de alcanzar. De una parte, el entorno internacional 2011-2012 luce complejo y ello afectará el crecimiento de América Latina (6.5% en 2010 vs. un 3.2% pronosticado para 2012) y el de Colombia (4.3% en 2010 vs. un pronosticado del 4% para 2012). Además, el arranque productivo del país ha sido extremadamente lento por cuenta del atraso en infraestructura y los tardíos TLCs, luego no vemos un dinamismo significativo a nivel de la productividad multifactorial que vaya a facilitar esa reducción de la pobreza y la indigencia.

Como hemos visto, Colombia estaba en mora de realizar importantes ajustes en las metodologías referidas a las líneas de pobreza e indigencia. A nivel conceptual dichos cambios tienen una buena justificación técnica, pero la forma como se han realizado y divulgado algunos de ellos todavía requiere mayor pulimento. De la reducción de 7 pps (= 44% antigua metodología - 37% nueva) para 2010, el 68.1% se explicaría por la reducción en calorías (4.7 pps), mientras que el incremento (imputado) a los ingresos por los programas sociales explicaría un 14.5% (1pp) y el restante 17.4% (1.2pps) provendría del ajuste en cuentas nacionales. Alternativamente, si la diferencia metodológica en indigencia correspondiera a la totalidad del diferencial calórico, los

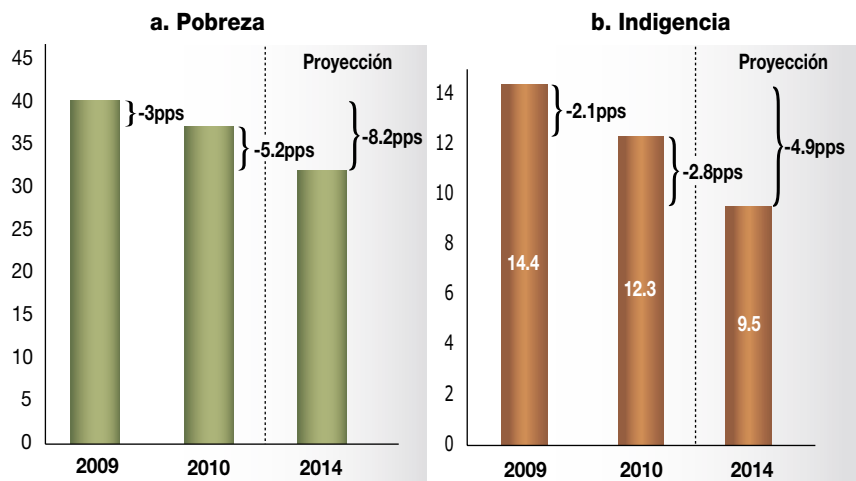
ajustes quedarían así: 36.2% (2.5pps) por ajuste en calorías, 14.5% por incremento en ingresos vía subsidios (1pp) y 49.2% (3.4pps) por el ajuste en cuentas nacionales.

Los desafíos para el gobierno siguen siendo inmensos, pues, aun en 2010, dichas cifras ajustadas reportan 19.8 millones de colombianos bajo la línea de pobreza y unos 7.1 millones por debajo de la de indigencia (donde sus ingresos tan sólo alcanzan para reponer sus energías calóricas). Es claro que dichas condiciones de pobreza e indigencia predominan más en las zonas rurales que en las urbanas, de allí la importancia de continuar “afinando” las políticas de focalización. Los ajustes por calorías y el anuncio de que ahora una familia típica de cuatro miembros (dos adultos y dos jóvenes) puede evitar la condición de pobreza si cuenta con 1.4smmlv (unos \$750.000/

mes) han suscitado una gran polémica nacional, la cual debe ser encarada por el gobierno facilitando más información y pedagogía al respecto. ¿Acaso es posible “subsistir” en Colombia con un ingreso de \$83.581/persona/mes destinados a alimentos (línea de indigencia de 2010)? La respuesta conceptual es que sí, pues precisamente el ejercicio que acabamos de relatar parte de preguntarse por los requerimientos calóricos y proceder a monetizarlos. Anif se ha puesto en la tarea de realizar el ejercicio microeconómico, con el cual algunos miembros del gobierno habían desafiado los resultados del DNP aquí comentados. Pronto los divulgaremos, a manera de complemento a este ejercicio de análisis metodológico y de resultados socioeconómicos en materia de medición de las nuevas líneas de pobreza e indigencia. 

**Los desafíos para el gobierno siguen siendo inmensos, pues, aun en 2010, dichas cifras ajustadas reportan 19.8 millones de colombianos bajo la línea de pobreza y unos 7.1 millones por debajo de la de indigencia.**

**Gráfico 3. Metas PND pobreza e indigencia (nueva metodología)**



Fuente: DNP

# Crisis pensional y deterioro fiscal:

## Colombia vista en el espejo de Europa \*

**D**urante 2010-2011, el mundo asistió atónito a una grave crisis fiscal de la zona europea. Inicialmente ella se focalizó en la llamada “periferia” (Grecia, Irlanda y Portugal), pero hacia mediados de este año golpeó de forma creciente a España, Italia y hasta llegó a amenazar a Francia. Todo ello ha requerido armar generosos paquetes de salvataje, con participaciones del FMI, el Banco Central Europeo (BCE) y la Comunidad Europea (a través de su EFSF). El paquete estructurado en julio de 2011 tuvo la particularidad de concretar lo impensable para el mundo desarrollado: una reestructuración de la deuda pública de Grecia, incluyendo recortes al valor principal de dicha deuda hasta del 20%, con riesgos de replicación sobre la deuda del resto de la periferia (ver *Informe Semanal* No. 1087 de agosto de 2011). Ya hemos comentado cómo los pasivos contingentes derivados de generosos regímenes de pensiones constituyen una parte central de dicho descalabro fiscal (ver *Comentario Económico* del día 30 de mayo de 2011). Como era de esperar, una parte de la solución a dicho problema ha implicado importantes



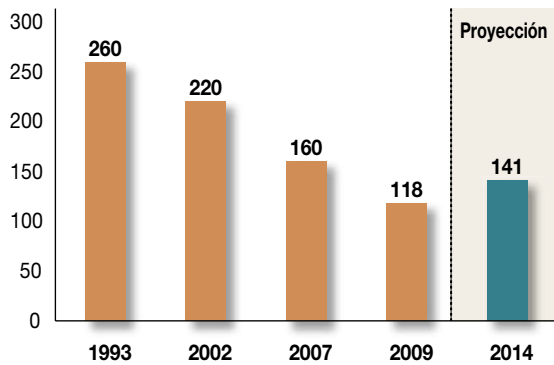
ajustes paramétricos. En el caso de Francia, se extendieron los años de cotización (ahora al rango 35-40 años) y se incrementaron las edades de pensiones (de 63 a 65 años para pensión temprana y de 65 a 67 años para pensión completa). Movimientos similares se han adoptado en España y Gran Bretaña, mientras que Alemania ya venía trabajando en esta línea desde años atrás, al igual que Estados Unidos.

A pesar de estos campanazos de alerta, el gobierno de Colombia aún no parece darse por aludido. Por el contrario, nos encontramos con “quintas columnas” al interior del alto gobierno de Santos que nos hablan de volcar el sistema sobre el deficitario Régimen de Prima Media (RPM, de carácter público), tal como lo hiciera de forma algo “suicida” el gobierno de Kirschner en 2008. Cabe recordar que los pagos al RPM por cuenta del Gobierno Central (GC) se han elevado del 1% al 4% del PIB durante la última década, al haberse agotado las reservas actuariales públicas. Además, el pasivo pensional amenaza con elevarse nuevamente del 120% del PIB a cerca del 140% en los próximos años, por cuenta de la reversa del Régimen de Ahorro Individual (RAI) hacia el RPM, dados los generosos subsidios-regresivos que persisten en este último. Como veremos, este deterioro pensional-fiscal de Colombia tiene varias explicaciones: i) aumentos en la expectativa de vida, alargando el tiempo

\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1093 del 3 de octubre de 2011



**Gráfico 1. Valor presente neto del pasivo pensional (% PIB)**



Fuente: cálculos Anif con base en Echeverri *et. al* (2001), Osorio *et. al* (2005), Clavijo (2009) y Ministerio de Hacienda-Confis.

de disfrute de pensión; ii) competencia “desleal” del RPM frente al RAI, induciendo mayor gasto público de carácter regresivo; y iii) un contencioso jurídico que ha mantenido vivos regímenes preferenciales, a veces a través del indebido uso de la tutela o de la perniciosa interpretación de las leyes, ni más ni menos, que a manos de los propios organismos de control del Estado y de la Rama Judicial.

## Secuencia de las reformas pensionales

La Ley 100 de 1993 instituyó el régimen dual antes comentado, en vez de haber cerrado el RPM, tal como se logró en Chile. A pesar de algunas correcciones paramétricas referidas a años de cotización y tasas de beneficios, el RPM continúa generando desbalances fiscales para los recién enganchados. Las leyes 797 y 860 de 2003 hicieron ajustes adicionales, pero aun así hemos estimado que la típica pensión en Colombia encierra subsidios equivalentes al 15%-20% en términos de tasa de reemplazo (=Beneficios/Contribuciones). Además, la Corte Constitucional ha terminado ampliando el llamado período de transición

restitución de regímenes especiales (especialmente los de la Rama Judicial) podrían estarlo incrementando nuevamente hacia un 140% del PIB en los próximos años.

Ha resultado fatal la pérdida de 20 años transcurridos entre el momento en que se aprobó, en 1993, el incremento en la edad de pensión de 55/60 a 57/62 (M/H) y la fecha en que entró en vigencia (2010). De otra parte, Colombia continúa estando rezagada en cuanto a los valores óptimos de edad de pensión, 62/65 años M/H, respecto de la esperanza de vida computada a la edad de pensión. El gráfico 2 ilustra cómo, a pesar de los cambios realizados, el tiempo de disfrute efectivo de una pensión otorgada a través del ISS continúa siendo de 20 años en promedio. Así, dadas las tendencias demográficas en materia de esperanza de vida, es urgente que en Colombia

aduciendo “meras expectativas,” lo cual ha generado segundas oleadas de reversa del RAI hacia el RPM.

Se había estimado que el VPN pensional se había reducido de un 260% del PIB en 1993 a cerca de un 160% del PIB hacia 2000 y hacia un 118% del PIB para finales de 2009, ver gráfico 1. Sin embargo, dicha reversión del RAI hacia el RPM y la

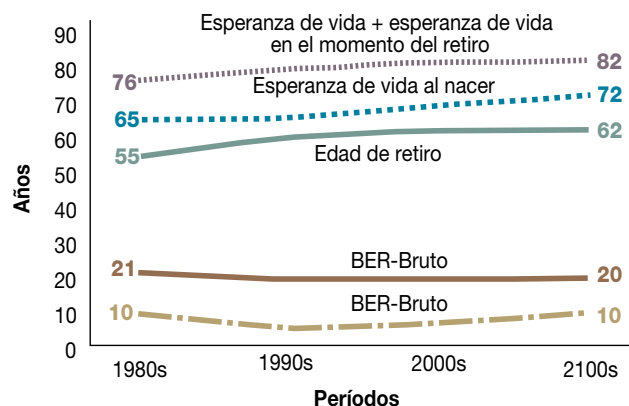
se ajusten al alza los requisitos de años de cotización y se eleve la edad de pensión hacia los 62/65 (M/H).

## Pensión mínima y tasa de reemplazo: subsidios al RPM

Para el promedio de países de la OECD, la tasa de reemplazo observada ha fluctuado cerca del 70%. Sin embargo, en Colombia ésta oscila entre el 65%-80% y, en el caso de la pensión mínima, ésta equivale al 100% de un Salario Mínimo Legal (SML) por orden constitucional.

La falla actuarial es de bulto: si la tasa de reemplazo que equilibra financieramente el RAI está en el umbral 50%-75%, otorgar garantía de una tasa de reemplazo al 100% implica incurrir en elevados subsidios, máxime cuando cerca de un 70% de las pensiones otorgadas rondará por esa cifra del SML. No en vano, en Chile dicha garantía opera a niveles del 75% del SML. Los recursos que hoy se cotizan para cubrir este riesgo de “garantía de pensión mínima” (equivalente al 1% del salario base de cotización para aquellos que superan 4 SML) resultan claramente insuficientes para enfrentar semejante desbalance.

**Gráfico 2. Brecha en la Edad de Retiro (BER): bruta y neta (Hombres)**



Fuente: cálculos Anif con base Fasescolda.



Los faltantes fiscales derivados del RPM se desprenden de la arbitrariedad al definir las tasas de reemplazo sin un anclaje financiero. De allí que dichas promesas pensionales terminen desbordando las contribuciones y se tenga que echar mano de los impuestos para complementar los pagos pensionales. La tasa de reemplazo en el RPM llega a casi el 65% para un cotizante de 20 años y al 80% para uno de 30, en el caso de ingresos de hasta 4 SML.

El cuadro 1 señala las sensibilidades de la tasa de reemplazo a la tasa de rentabilidad y al tiempo de cotización, por las cuales se gobierna el RAI. En este caso se trata de contribuyentes que aportan el 11.5% del salario (que aumenta anualmente con una productividad del 2%), con densidades de cotización al 100% y con tiempos de disfrute pensional conjunto (pensionado/viuda) de 20 años.

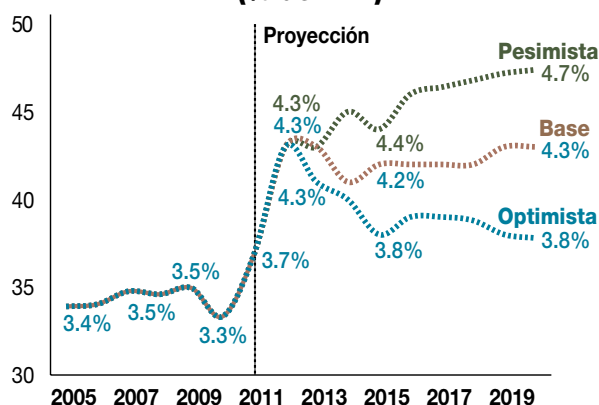
De esta forma, dicho trabajador sólo igualará la tasa de reemplazo del RPM si cotiza durante 35 años y su portafolio mantiene rentabilidades promedio del 6% real por año. Pero, si ese mismo trabajador tan sólo cotiza 30 años, entonces su tasa de reemplazo sería del orden del 61%. Si, adicionalmente, el retorno de su portafolio descendiera del 6% al 4% real, entonces su tasa de reemplazo tan sólo sería el equivalente al 37% del sueldo promedio de sus últimos 10 años. Estas disparidades, entre el equilibrio financiero que gobierna el RAI y lo “prometido” contra el fisco del RPM, son precisamente las que están motivando ese descalabro fiscal que implica el regreso al RPM.

**Cuadro 1. Sensibilidades de la tasa de reemplazo (Beneficio pensional/Salario promedio de 10 años)**

Rentabilidad (%)	Años cotizados			
	20	25	30	35
4%	22.4%	29.4%	37.2%	45.8%
6%	32.3%	45.1%	60.6%	79.3%
8%	46.4%	69.0%	99.0%	138.9%

Fuente: cálculos Anif.

**Gráfico 3. Gasto en pensiones (% del PIB)**



Fuente: cálculos Anif con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

## Implicaciones sobre el déficit fiscal

Como ya comentamos, el gasto pensional del GC bordea actualmente el 4% del PIB por año. Hemos calculado que, hacia el año 2020, dichos pagos pensionales se elevarán hacia el 5% del PIB y, en un escenario de no correcciones, llegará al 6% del PIB hacia el año 2030 (por las razones que ya explicamos), ver gráfico 3.


Por ello, Anif ha venido clamando por una reforma pensional comprensiva tendiente a: i) marchitar el Régimen de Prima Media (cierre para nuevos contribuyentes); ii) reducir las tasas de reemplazo de niveles del 65%-80% al 45%-50%, eliminando los subsidios remanentes; y iii) elevar las edades de pensión en un horizonte no superior a

tres años, hasta llevarlas a 62/65 años y anclarlas (por fórmula) a los progresos en la esperanza de vida (ver *Informe Semanal* No. 1066 de marzo de 2011). De realizarse, ella nos encausaría hacia estabilizar dicho gasto pensional en niveles del 3.8% del PIB por año.

## Conclusiones

En síntesis, Anif ha venido sugiriendo la adopción de tres reformas estructurales (tributaria, laboral y pensional). En particular, la reforma tributaria debería elevar en cerca de 2 puntos del PIB nuestra baja presión tributaria (de sólo el 13% del PIB en cabeza del GC). Ello para poder enfrentar estas presiones de la seguridad social (tanto en pensiones como en salud) y también para sustituir algunas cargas parafiscales que tienen sumido nuestro mercado laboral en una elevada informalidad.

La Administración Santos se ha caracterizado por su espíritu dubitativo en este frente pen-

sional (en cada foro da señales contradictorias al respecto). Recordemos que inicialmente el gobierno había incluido en el PND un aumento en la edad de pensión. Sin embargo, ante críticas de congresistas y de quintas columnas al interior del gobierno, decidieron retirar dicha iniciativa. Ahora, Min-Protección ha anunciado que el gobierno presentaría al Congreso una reforma pensional estructural. Este esfuerzo seguramente encontrará resistencia por parte de la quinta columna de la Vicepresidencia, la cual parece tener ahora aliados en otros ministerios que deberían estar cuidando el erario público. ¿Será que la tecnocracia del equipo Santos tendrá la clarividencia de leer el peligroso futuro pensional-fiscal que le espera a Colombia a través de los actuales desastres de la ‘periferia’ europea? 



## Democratizando la industria petrolera

Entrevista a

**Javier Gutiérrez**

Presidente de Ecopetrol

Fotos: Tatiana Herrera - Anif

***B**ienvenido a Carta Financiera Dr. Gutiérrez, Colombia se encuentra ad portas de un auge minero-energético, donde la producción de petróleo pasaría de 500.000 barriles en 2003-2008 a casi 1.5 millones en el año 2015, según proyecciones oficiales. ¿Cuáles son las perspectivas de la empresa en materia de producción, reservas e inversiones en los próximos cinco años?*

**JAVIER GUTIÉRREZ.** Lo primero es que indudablemente si uno mira las cifras solas, éstas parecen muy impresionantes. Sin embargo, es necesario mirarlas en conjunto. Cuando se hace eso, todavía hay aspectos en los que falta tener cifras mucho más consolidadas. Por ejemplo, en la parte de reservas, si bien es cierto que éstas han venido aumentando, la verdad es que todavía seguimos siendo un país con un modesto nivel de reservas. Y en Ecopetrol pasa lo mismo.

Ahora, mucho del incremento de la producción está asociado fundamentalmente al hecho de que finalmente se pudo trabajar en las distintas zonas del país. Esto porque mucho del crudo que hoy en día se está produciendo es crudo que ya conocíamos y que sabíamos que estaba ahí. Lo otro que también es importante es que la reforma que se hizo en el año 2003 hizo más atractivas las comisiones para que vinieran compañías a invertir en el país.

Adicionalmente, otro aspecto bien importante tiene que ver con la transformación de Ecopetrol. Ecopetrol pudo cambiar significativamente su esquema de inversión y pasar de ser una compañía que invertía en el orden de unos US\$1.700 millones en el año 2007, antes de la capitalización, a prácticamente invertir en el orden de US\$4.8 billones en el año 2008 y para un año como éste estamos invirtiendo en el orden de US\$8.5 billones. Es decir, en los últimos años estamos invirtiendo en el orden de unos US\$26 billones. Esto nos ha llevado justamente a un crecimiento en la producción como mencionan en la pregunta. Ese crecimiento ha sido de más del 12% anual en promedio. Dicho valor era el que nos habíamos propuesto en 2008, y hemos logrado crecer al 12% en 2008, al 16% en 2009 y al 18% en 2010 y este año también vamos a estar en cifras alrededor del 18%. Así, nuestra aspiración es que al terminar este año vamos a estar alrededor de unos 730.000 barriles equivalentes, lo cual va a incluir unos 110.000 barriles de gas aproximadamente. Para el año 2015, seguimos con nuestra meta de estar produciendo un millón de barriles, barriles que los hemos denominado nosotros limpios, y para el año 2020, 1.300.000 barriles. Estos barriles son barriles equivalentes, o sea que incluyen crudo principalmente y el componente de gas transformado a crudo.

Aquí quiero resaltar que se trata de barriles limpios. Para nosotros un barril limpio es uno que tiene características muy específicas. Es un barril que no tiene accidentes. Y es que el aspecto más importante es la vida de las personas. Es un barril sin incidentes ambientales, que se ha producido en normalidad laboral, y que se produce cumpliendo con nuestros compromisos con los grupos de interés que identificamos. Así, es un barril que se produce con una rentabilidad superior al 17%, siendo sostenible en las dimensiones económica, social y ambiental básicamente.

**C:F.** *¿Cuáles son los nuevos proyectos que harían todo ello una realidad, en Colombia o en el exterior?*

**J.G.** Fundamentalmente continúan siendo barriles en Colombia. En su gran mayoría son barriles que se están desarrollando en las zonas donde tradicionalmente nos hemos encontrado en producción. Lo más significativo es lo que corresponde a la zona del departamento del Meta. Allí hay, por decirlo así, dos grandes centros de producción. Por un lado, está la parte de Pacific Rubiales, que son los campos de Rubiales, Piriri, Quifa, que actualmente estarían con

**Mucho del incremento de la producción está asociado fundamentalmente al hecho de que finalmente se pudo trabajar en las distintas zonas del país. Esto porque mucho del crudo que hoy en día se está produciendo es crudo que ya conocíamos y que sabíamos que estaba ahí.**

una producción de unos 225.000 barriles aproximadamente. Pero por otro lado, también relativamente cerca de Villavicencio, en la zona de Apiay, se tienen los campos de Castilla, Chichimene, San Fernando, y Suria. Éstos son campos que en total están sobre los 180.000 barriles. Hay que recordar que gran parte de la producción del campo Rubiales es producción de Ecopetrol. Esto hablando de los campos precisamente, para no establecer confusión entre la Compañía Pacific Rubiales y los campos. Se trata allí

de un contrato de asociación con un 57% para Ecopetrol.

Ahora, el Magdalena Medio también es una zona promisorio. Allí, a través de lo que los expertos denominan recuperación secundaria y terciaria, la región se encuentra casi sobre los 100.000 barriles. Esto con incrementos muy significativos en campos como La Cira-Infantas, que es de los campos más antiguos en Colombia. Allí se está llevando a cabo un proceso de incremento del factor de recobro. El factor de recobro es el porcentaje de crudo que se extrae del total del crudo que estiman los geólogos y los ingenieros que está dentro del yacimiento, a lo cual denominan aceite original. Entonces el porcentaje de crudo que se extrae de ese aceite original se conoce como factor de recobro. En Cira, para 2005, se estaban produciendo 5.000 barriles diarios, y al terminar este año se debe estar produciendo en el orden de 34.000 barriles. Otros campos como Casabel, por ejemplo, están sobre los 20.000 barriles aproximadamente.

También continúan siendo importantes para nosotros tanto Casanare, donde se produce gas, como la Guajira, donde con Chevron nosotros también tenemos allí participación en la producción de Chuchupa-Ballena. Tradicionalmente también tenemos la zona del Huila, tenemos la parte del sur de país hacia la zona del Putumayo, y consideramos que hacia el futuro deben estar aportando zonas como por ejemplo Caño Zurdo.

Además, nosotros hemos venido anunciando los últimos descubrimientos en un campo que también queda en el departamento del Meta. Éste se encuentra ubicado en la mitad entre lo que es Rubiales-Piriri-Quifa y, por el otro lado, donde están Apiay y Chichimene. Esa sería una de las nuevas zonas. Por otro lado, recordemos que también a esta producción se suman los activos de compañías como Hocol. Ésta tiene hoy su producción en el Meta y Huila y hacia el futuro ve perspectivas promi-

sorias. También tenemos la producción de Equión, el 51% de la producción. Recordemos que nosotros adquirimos estos activos junto con Talisman, la compañía canadiense que adquirió el 49%.

En lo que tiene que ver con el extranjero, aspiramos a que también aumente la producción que hoy recibimos de Perú a través de Savia, que son como unos 7.000 barriles, que es la participación nuestra de la producción. El otro 50% pertenece a la Korean National Oil Company. Aspiramos a que también podamos comenzar a recibir producción desde Brasil, en donde recordemos que tuvimos un descubrimiento. De Estados Unidos recibimos una participación de 2.000 barriles actualmente, pero aspiramos a que con descubrimientos como el que anunciamos recientemente de Logan, podamos incrementar ese nivel de producción. Así, hacia 2015, la producción del extranjero estaría alrededor de los 50.000 barriles.

Así, la gran mayoría de la producción va a seguir siendo producción en Colombia. Nuestras perspectivas aquí en el país han mejorado sensiblemente en la medida en que hemos podido ir mejorando la calidad de nuestro portafolio con los bloques que hemos venido ganando en la Agencia Nacional de Hidrocarburos, y las adquisiciones que se realizan.

**C:F.** Se dice que el historial de Ecopetrol encontrando petróleo ha sido más bien pobre y regular en el caso del gas. ¿Qué acciones está tomando Ecopetrol para cambiar dicho récord? ¿Están contratando gente de PDVSA o de Petrobras?

**J.G.** Dada la vocación que Ecopetrol tenía antes del año 2003, la compañía no era activa en la parte de exploración. En efecto, su rol más importante era el de administradora de las áreas petroleras, la administración de los contratos, la asociación, la promoción

del país y la invitación a compañías a invertir en el país.

De todas maneras, Ecopetrol también exploraba y tenía su tasa de éxito y tuvo descubrimientos significativos. Sin embargo, es claro que dentro de las nuevas realidades donde ya nosotros actuamos como cualquier compañía en Colombia, no tenemos ningún privilegio, ninguna consideración especial respecto a la asignación de áreas, u otras cosas. Entonces claramente nos hemos visto en la necesidad de fortalecer nuestros procesos, tanto en la parte de exploración como en la parte de producción. Y específicamente en la parte de exploración.

**Nuestras perspectivas aquí en el país han mejorado sensiblemente en la medida en que hemos podido ir mejorando la calidad de nuestro portafolio con los bloques que hemos venido ganando en la Agencia Nacional de Hidrocarburos, y las adquisiciones que se realizan.**

En ese sentido, como tú lo mencionas, efectivamente nosotros hemos reforzado nuestros equipos con gente que hemos traído. Pero la gran mayoría es gente colombiana. También hay profesionales extranjeros que hoy están colaborando con nosotros, como es el caso de algunas personas venezolanas que efectivamente forman el equipo. Pero también tenemos personas como un chileno en la parte de exploración. Pero, de todas maneras, nuestro personal continúa siendo fundamentalmente colombiano.

Lo otro importante que hay que mencionar es que también se han repatriado colombianos, gente que estaba en Estados Unidos, en Europa o en otras partes y que hoy en día ven con mejores ojos a Colombia. Entonces también ha sido posible que hoy en día ellos estén colaborando con nosotros. Así, hemos venido reforzando nuestros equipos para realmente lograr contar con personal de experiencia

y complementarse con nuestra gente que ya venía de Ecopetrol. Una de las características más importantes que tiene realmente Ecopetrol es el compromiso, la calidad de su gente, su experiencia, su preparación, pero indudablemente que contar con estos recursos que vienen con otras experiencias, con otras visiones, pues complementa lo que nosotros tenemos e indudablemente eso nos ha permitido fortalecer los procesos. Esto no es solamente en la parte de exploración/producción, pues recordemos también que nosotros venimos expandiéndonos de forma importante en la parte de refinación (con la expansión de las

dos refinerías) y también en la parte de transporte. Por ello, en casi todas las áreas ha habido necesidad de reforzar los equipos de Ecopetrol.

**C:F.** Durante el año 2011 se han presentado serios cuellos de botella en materia de transporte de crudo y también de gas. ¿En su opinión, cuáles son los desafíos en este frente minero-energético?

**J.G.** En Colombia, el modelo para transportar hidrocarburos se basa, por un lado, en una red para mover el crudo y transportarlo desde donde se produce hasta los puertos de exportación o hasta las refinerías, que es lo que se denomina oleoductos. Por otro lado, tienes los poliductos, que una vez que tú obtienes los productos en refinería entonces pasas, a través de ellos, a hacer la distribución correspondiente. Básicamente nosotros como Ecopetrol participamos en la red de oleoductos



y en la de poliductos. Hoy en día, Ecopetrol no participa mucho en la red de gasoductos. Pero la parte de los gasoductos es muy importante también para asegurar el transporte de gas, especialmente el acceso a los distintos mercados.

En la parte de oleoductos, tradicionalmente lo que se había tenido era que éstos se habían desarrollado asociados a los descubrimientos de crudo que se habían presentado. Por ejemplo, tienes el caso de Caño Limón y de ahí surge el oleoducto de Caño Limón-Coveñas. Tienes el descubrimiento de Cusiana-Cupiagua y desde ahí surge el Oleoducto Central de Colombia que hace la conexión de Cusiana hasta Monterrey, que se ha convertido en una estación central importante en todo el transporte del crudo. Además

que si no estoy mal se descubre en los años ochenta, pero cuyo auge comienza en los años 2003-2004. Y también tienes el caso de Castilla-Chichimene. Cuando Ecopetrol recibe Castilla de Chevron en el año 2002, todavía los niveles de producción eran relativamente bajos. Y es en los últimos años que se presenta el gran incremento de la producción y toda esta producción empieza a moverse fundamentalmente hacia el Oleoducto Central de Colombia. Y por ello, éste empieza a no ser suficiente. Además, también se requiere conectar los campos a los oleoductos y eso hace que se vea la necesidad de desarrollar rápidamente toda una infraestructura que permita la movilización de estos crudos.

En el año 2007, a través de los oleoductos se estaban transportando

como Cepsa, que son otros productores que están en la región. Entonces se ha necesitado hacer la ampliación de parte de la infraestructura que ya se tenía. Por ejemplo, se ha aumentado la capacidad del Oleoducto de Colombia (el ODC). Se ha desarrollado también otro tipo de facilidades. Por ejemplo, ahora se cuenta con mayor cantidad de almacenamiento, y se han desarrollado también los descargaderos. Esto permite que se pueda tomar la producción desde un campo de producción y llevarla hasta una estación denominada descargadero, donde en ese punto el crudo ya se coloca en los oleoductos y no es necesario transportarlo a través de carreteras hasta los puertos y refinerías. Así, se han ampliado los descargaderos y los oleoductos y prácticamente con todas esas inversiones que se han hecho, hoy ya se está transportando más de 1.050.000 barriles a través de los oleoductos. A esto se debe sumar la cantidad de crudo que se mueve a través de carrotaques, lo cual también se ha vuelto muy común en Colombia. Por este medio se transportan unos 75.000 barriles. Claramente, nosotros somos conscientes de que esto puede afectar la infraestructura de vías. Pero por lo menos, en Ecopetrol somos conscientes de que las vías que usamos, las dejamos como estaban al principio o, incluso, mejor si se puede.

Así, pasar de mover 550.000 barriles a mover más de 1.000.000 ha implicado realmente unas inversiones cuantiosas y hoy en día seguimos comprometidos con nuevas inversiones. Dentro de éstas, quizás la más relevante es la construcción de esa nueva gran troncal de transporte que va a ir desde el suroriente del país hasta Coveñas, pero guiada por una ruta diferente. Esto, en el sentido de que saliendo desde Monterrey inicialmente va a tomar un tramo que hoy en día está en operación que es hasta Araguañey, al cual se le va a invertir la dirección, y se está construyendo lo que se conoce como la fase 1 del Oleoducto Bicentenario

**“Se han repatriado colombianos, gente que estaba en Estados Unidos, en Europa o en otras partes y que hoy en día ven con mejores ojos a Colombia. Entonces también ha sido posible que hoy en día ellos estén colaborando con nosotros.”**

de otras que se tienen hoy en día. Ahora, hay otros oleoductos más tradicionales, como el oleoducto del alto Magdalena que da fundamentalmente para mover toda la producción desde la parte del Huila; se tiene el Oleoducto de Colombia que termina conectando con Coveñas. Entonces, cuando se presenta este incremento significativo de la producción, es claro que la capacidad que se tenía instalada en los oleoductos con los que se contaba, pues no era suficiente para poder transportar todo el crudo nuevo que estaba surgiendo en las distintas áreas del país.

Pero también hay que tener en cuenta que este crudo, esta producción adicional, está concentrada especialmente en la parte del suroriente del país. Por ejemplo, Rubiales, que es un campo

aproximadamente unos 550.000 barriles diarios de crudos, y con las obras que se han venido desarrollando se espera aumentar la capacidad. Dichas obras son, por ejemplo, el desarrollo de un oleoducto para conectar Campo Rubiales a Monterrey, que es el oleoducto de los Llanos que se conoce como ODL, y se desarrollaron oleoductos para conectar la producción de Apiay-Chichimene con San Fernando-Monterrey. Por otro lado, también se ha desarrollado la ampliación del oleoducto de Orensa, que pasó de 460.000 barriles de producción a 560.000 barriles aproximadamente.

Lo otro que quería mencionar es que en los Llanos no está solamente la producción de Rubiales y de Ecopetrol. Tú tienes allí compañías como por ejemplo Petrominerales, como Hocol,



que es desde Aragua-  
ney hasta Banadia. En  
Banadia precisamente  
se construyó uno de  
esos descargaderos del  
que yo te hacía men-  
ción con capacidad de  
40.000 barriles. Con  
ese descargadero de  
Banadia se puede poner  
crudo en el oleoducto de  
Caño Limón-Coveñas.  
Hoy en día, ese es un  
oleoducto que tiene una  
capacidad del orden de  
250.000 barriles, de  
los cuales hay disponi-  
bles más o menos unos  
120.000 barriles aproxi-  
madamente. Así, este  
primer tramo tiene unos  
225 kilómetros y si no  
estoy mal, va a requerir  
inversiones del orden  
de unos US\$1.000 millo-  
nes aproximadamente.  
Luego, se va a conectar  
a Banadia con Ayacucho  
y luego Ayacucho con

Coveñas, en lo que corresponde a las  
fases 2 y 3. En la primera fase lo que  
se va a hacer es utilizar la capacidad que  
hoy está disponible en el oleoducto  
Caño Limón-Coveñas para una fase  
temprana y que estaría hacia julio del  
próximo año. Y así, poder comenzar  
a mover parte de ese crudo que se  
produce en el suroriente del país.  
Las inversiones que están previstas,  
en los próximos años, estarían en el  
orden de unos US\$6.500 millones y  
nos permitirían llevar la capacidad de  
transporte de oleoductos aproxima-  
damente a 1.450.000 barriles por día.  
Entonces, como ves, lo que está suce-  
diendo es que prácticamente estamos  
triplicando la capacidad en un período  
que va desde el año 2007 hasta 2011,  
donde estamos llegando a 1.050.000  
barriles. Luego podríamos lograr el  
transporte de 400.000 barriles adicio-  
nales hacia el año 2014, para llegar



**“En Ecopetrol somos conscientes  
de que las vías que usamos, las dejamos  
como estaban al principio o, incluso,  
mejor si se puede.”**

al total de 1.450.000 barriles ese año.  
De esta forma, aspiramos a que se  
pueda responder a las necesidades  
del sistema de transporte. Lo otro im-  
portante de mencionar es que también  
se está incentivando la participación  
de compañías distintas a Ecopetrol.  
En efecto, se está incentivando a que  
lleguen inversionistas a los proyectos  
de transporte, y no solamente produc-  
tores, que es lo que hasta ahora se ha  
venido presentando, sino también otro  
tipo de agentes hacia futuro, como  
inversionistas de portafolio, inver-  
sionistas de capital en los proyectos  
de infraestructura de hidrocarburos.

**C:F.** Desde 2008, Anif ha venido reco-  
mendando realizar una enajenación  
de acciones equivalente al 10% para  
destinar esos “recursos extraordina-  
rios” a obras de infraestructura vial  
igualmente “extraordinarias”, pues

*de lo contrario nuestro  
sector de exportaciones  
no tradicionales no será  
viable por los conocidos  
problemas de “enferme-  
dad holandesa”. Eco-  
petrol ha completado  
ya un 12.5% en emisio-  
nes, pero ellas han sido  
para capitalizar la firma.  
¿Cuándo más cree usted  
que tardará dicha ena-  
jenación para así poder  
“sembrar” la bonanza  
petrolera bajo la forma  
de infraestructura vial?*

**J.G.** Hablando de las ac-  
ciones en Ecopetrol, hay  
dos temas. Lo primero  
es el proceso como tal  
de capitalización que  
corresponde fundamen-  
talmente al proyecto  
que fue aprobado por el  
Congreso de la República  
en la Ley 1118 del 17 de  
diciembre del año 2006.  
Esto nos llevó a hacer la

primera emisión, que se lanzó el 27  
de agosto de 2007, para comenzar a  
transarse en bolsa el 27 de noviembre  
del mismo año. Es decir, este proceso  
se logró hacer en menos de un año  
de sancionada la Ley. Dicho proceso  
estaba especialmente orientado a com-  
pletar el proceso de transformación en  
el que venía Ecopetrol, y claramente  
a través del proceso de capitalización  
no solamente viene el hecho de poder  
obtener recursos que son importantes  
para el desarrollo de los proyectos de  
la empresa, sino que también se logran  
las transformaciones necesarias en el  
gobierno de Ecopetrol para terminar  
de darle la autonomía necesaria y li-  
brarla de restricciones. Entre éstas, la  
que ustedes conocen, de formar parte  
de las cuentas fiscales del país y que  
le impedía tomar financiamiento y le  
quitaba las posibilidades de desarro-  
llar proyectos. Por otro lado, también

había limitaciones en el término de algunos aspectos de contratación, en la parte de talento humano, en una serie de aprobaciones, entre otras.

Así que detrás del hecho de poder captar recursos estaba algo muy importante que era terminar de completar fundamentalmente ese proceso. Lo otro que es importante de mencionar es que éste es un proceso que, tal como fue el propósito del Legislativo, estaba fundamentalmente orientado a favorecer la participación de muchos colombianos como personas naturales. Por lo tanto, claramente el Congreso de la República determina que las dos primeras emisiones que se hagan con ese cupo que aprueba de hasta un 20% de la capitalización sean destinadas fundamentalmente a personas naturales y a lo que en Colombia se ha denominado el sector solidario. Así, pueden participar en este proceso los fondos de pensiones, pero también otro tipo de organizaciones como sindicatos, organizaciones sindicales, fondos de empleados, entre otros.

Hasta aquí se hablaba de un proceso de capitalización, o sea que estamos hablando de acciones nuevas. Esto es lo que nosotros hemos hecho hasta este momento. En la primera ocasión se lanzó un 10.1% del total de acciones. Este número se escogió para que el gobierno quedara con una participación inferior al 90%, con lo cual Ecopetrol adquiriría carácter de empresa mixta y podían efectivamente introducirse las modificaciones en términos de su gobierno. Luego, esto se completó en la segunda emisión. Entonces hoy estamos hablando de que el gobierno continúa con una participación en Ecopetrol del 88.5%. Por otro lado, está lo que ha sido la idea por parte justamente del Gobierno Nacional de vender parte de sus acciones, con lo que estaríamos hablando de una venta en secundario, que le llevaría básicamente a vender parte de esas acciones que hoy en día ya están ahí. Y tal como es conocido por la opinión

pública nosotros, pues hemos sido informados de que el proyecto se encuentra a consideración del Congreso de la República. Este proyecto fue presentado inicialmente en la legislatura anterior por el gobierno, pero después de una serie de trámites fue necesario que se presentara nuevamente. Esta vez se tiene a consideración de las comisiones del Congreso y continúa el trámite. Así, habrá que esperar cómo sigue evolucionando el trámite por parte del ente legislativo.

**C:F.** *Como nos mencionó, en 2008, las cuentas de Ecopetrol salieron de las cuentas fiscales del Sector Público para evitar restringir los programas de inversión de la firma por razones de ordenamiento fiscal. ¿Cuál cree usted que ha sido el balance de esa medida y cómo se ha manejado ese delicado equilibrio público-privado al interior de la Junta Directiva de Ecopetrol?*

**J.G.** Uno de los aspectos más importantes de todo este proceso de transformación de Ecopetrol está asociado a lo que tiene que ver con el gobierno corporativo. Esto hace referencia a cómo es la actuación de los distintos órganos de gobierno de la compañía, desde la Asamblea, lo que tiene que ver con la Junta Directiva, lo que tiene que ver con las personas que somos parte de la administración de la empresa como el ejecutivo principal, y así sucesivamente.

Todo esto está asociado a un tema que es tremendamente importante que es el de la visibilidad. Claramente lo que resulta de salir a los mercados de capitales es que Ecopetrol adquiere de verdad el carácter de compañía pública, entendiendo el término “público” como que ahora la compañía se hace mucho más del dominio de toda la ciudadanía, de la opinión en general, pero en particular, de quienes están interesados en los asuntos de Ecopetrol. Con esto se contribuye a darle mucha más claridad y transparencia y a generar un ambiente

de transparencia en la gestión de Ecopetrol. Así, en cada uno de los órganos mencionados antes, las personas que los conforman actúan de acuerdo con el rol que corresponde. Y claramente al interior de la Junta Directiva, pues lo que se está buscando es el beneficio de Ecopetrol, entendiendo que en la medida en que se beneficie Ecopetrol, se tiene algún beneficio para sus distintos grupos de interés.

Ahora, lo interesante de todo esto es que hoy en día lo que son las decisiones en términos de estrategia de Ecopetrol, en qué se invierte, qué no se invierte, la conformación de sus planes, etc., pues son temas que son anunciados y conocidos. Por ejemplo, hoy en día todo el mundo sabe que Ecopetrol quiere llegar a producir 1.000.000 de barriles, que es como nuestra meta grande y ambiciosa y emblemática, además de que hay otra serie de metas, como el tema de los barriles limpios. Así, claramente, todos los que están dentro de la administración de Ecopetrol le apuntan efectivamente a lograr esas metas, esa estrategia, ese desarrollo. Entonces allí es donde se logra realmente el alineamiento entre la Asamblea, que son los dueños, entre la Junta Directiva, entre los comités de la junta y la administración y es donde se logra como ese verdadero alineamiento en términos de los objetivos de la compañía. Así, es muy importante entender que a través de todo este direccionamiento estratégico de las discusiones que se dan en los distintos órganos, pues finalmente hay unos propósitos que son ampliamente conocidos y a los cuales todos les apuntamos.

Por otro lado, lo que hay que tener también en consideración es que con estas reglas claras que se tienen pues hoy en día hay tranquilidad para nuestro accionista mayoritario que es el gobierno. Tranquilidad en términos de gestión y de recursos. Aquí es de destacar que Ecopetrol hoy en día aporta a las finanzas del Estado a través del pago de impuestos (como cualquier otra com-

pañía), de regalías, y de un tema clave que son los dividendos. En éstos, dadas las características de accionistas que tenemos, que son personas naturales de todas las condiciones sociales y el gobierno, la compañía ha establecido una regla clara en distribución y es que se debe distribuir un porcentaje igual o superior al 70% de las utilidades, que ya de por sí es un volumen bastante significativo. Entonces, lo que ha sucedido en los últimos años es que el gobierno ha visto con tranquilidad cómo hay unos criterios claros en lo referente a gestión y rentabilidad. Recuerda que hoy en términos de barriles limpios estamos hablando de rentabilidad del 17%. Esto es una rentabilidad alta y permite que los accionistas, incluido el gobierno, puedan tener tranquilidad respecto a qué se puede esperar de las finanzas. Así, en ese sentido ha habido una buena evolución, un buen proceso, pero en esto siempre habrá posibilidades de mejorar. Además, no me cabe la menor duda de que esto ha contribuido muchísimo a dar claridad. Así, las discusiones en las que participan los ministros, recordemos que tres de los ministros están en nuestra Junta Directiva, están muy orientadas hacia las mejores decisiones para Ecopetrol y en beneficio de la Compañía. A su vez, eso termina redundando en beneficio de todos los que somos accionistas. Y lo otro que es muy importante recordar es la visibilidad, que apunta a un ambiente de decisiones totalmente transparentes.

**C:F.** Parte de la “revolución” que se ha dado en el sector petrolero tiene que ver con el nuevo marco institucional donde se creó la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), separando el marco regulatorio de Ecopetrol. Para muchos ha resultado un “baldado de agua fría” que ahora se nos diga que la ANH estaba marchando mal. ¿Usted, como presidente de la firma petrolera más importante del país, qué admonición le ofrece al gobierno en este frente?

**J.G.** No, la labor que ha venido desempeñando la Agencia Nacional de Hidrocarburos es una labor no solamente reconocida aquí en el país sino a nivel internacional. Incluso de manera paradójica, tendría uno que decir más reconocida internacionalmente. Yo considero que la labor que desarrolló el doctor Armando Zamora durante ocho años con todo su equipo fue excelente, más allá de las diferencias y las coyunturas en las que salió el doctor Zamora. Y esto es indudable si uno mira la historia del sector en el país.

En efecto, en los años 2002-2003, nosotros éramos un país que no tenía

la actividad de estudio de sísmica y demás en las distintas regiones del país, haciendo que hoy en día esas regiones sobre donde no se tenía ningún tipo de interés tengan atractivo, no me cabe la menor duda de que habla muy bien de toda la gestión que se realizó durante estos años en la ANH.

Estamos seguros de que esto va a continuar en los próximos años, ahora con el doctor Orlando Cabrales Segovia al frente de la Agencia. Estamos seguros de que también con la experiencia que trae el doctor Cabrales de haber estado en el sector petrolero, él antes trabajaba con BP, va a permitir continuar con este proceso. Entonces yo creo que el tema

**Claramente lo que resulta de salir a los mercados de capitales es que Ecopetrol adquiere de verdad el carácter de compañía pública, entendiendo el término “público” como que ahora la compañía se hace mucho más del dominio de toda la ciudadanía, de la opinión en general, pero en particular, de quienes están interesados en los asuntos de Ecopetrol.**

ningún reconocimiento, y pasamos a tener un buen posicionamiento a nivel internacional, al haber realizado una serie de rondas muy exitosas con la participación de un número muy significativo de inversionistas, y realmente a movilizar los volúmenes de inversión con los que ha venido contando el país en los últimos años. Recordemos que casi de manera recurrente año tras año llegan al sector de hidrocarburos más de US\$3.000-4.000 millones que representan más o menos el 35% de la Inversión Extranjera Directa total del país. Y esto no es gratis. Se pasó de tener adjudicado como un 13% del área sedimentaria del país, a tener adjudicado el orden del 65% aproximadamente. Todo esto es área nueva que hoy en día está en proceso de investigación y desarrollo.

Ahora, la manera como también se desarrolló conocimiento y se impulsó

hay que mirarlo con un poco más de profundidad, siendo muy respetuosos de las circunstancias. Así, en general, el resultado de lo que ha hecho la Agencia durante estos años ha contribuido a que podamos decir hoy que este sector sea una de las “locomotoras” que hoy en día está caminando.

**C:F.** En un plano más coyuntural, los inversionistas de renta variable están bastante confundidos: Ecopetrol anunció utilidades récord, sus volúmenes y precios de exportación le son muy favorables, y, sin embargo, su acción ha sufrido una inquietante “montaña rusa”. ¿Es esto un simple problema de contagio por la crisis internacional o que la acción estaba sobrevalorada, donde sus RPGs llegaron a superar niveles de 25? ¿Usted qué le diría a los tenedores de acciones de Ecopetrol en estos momentos?



**J.G.** Eso, básicamente, es una situación de los analistas de las bolsas. Nosotros tratamos de hacer la tarea. Claramente la acción sube y baja, pero lo importante es la tendencia de la acción y lo que uno observa es que claramente la acción ha logrado mantener una tendencia al alza.

Obviamente, la acción llegó a precios de \$4.400 y después ha bajado, pero esto son coyunturas. Y hay distintos tipos de coyuntura. Hay coyunturas a nivel nacional, por distintas circunstancias, hay factores que pueden estar influyendo en el precio, por distintas razones. Pero también hay coyunturas a nivel internacional, que son temas que también hay que entender. En este caso, hay factores asociados a la industria, como la situación de precios, la demanda, la oferta, así como la situación en los mercados internacionales; y por otro lado, está lo que tiene que ver con la propia compañía.

Si tú observas, inicialmente cuando nosotros salimos a las bolsas, primero salimos en la Bolsa de Colombia, que es una bolsa especializada en los temas de hidrocarburos, de energéticos etc. Pero posteriormente nos fuimos a la Bolsa de Nueva York, que sí es una bolsa con toda la profundidad. Claro que allí fuimos con ADR nivel 2 con propósitos de posicionamiento y de referenciamiento y con propósitos de cumplir con unas legislaciones mucho más exigentes que les diera mucho más tranquilidad a los accionistas. Esto tiene que ver con el reporte que se hace a la *Security Exchange Comisión* (SEC) y con el cumplimiento de una serie de requisitos para obtener una calificación por parte de las calificadoras de riesgo.

Allá, son porcentajes pequeños, pero sí permiten referenciamiento. Si se analiza cuando salimos, primero teníamos pocos analistas, eran tal vez dos, tres. Hoy en día creo que hay como unos ocho analistas y paulatinamente lo que tú observas es que al principio la gente tenía la acción (el ADR) en rojo, es

decir “no compre”, y esto poco a poco ha ido pasando a amarillos y en algunos casos a verde.

La gente reflexiona mucho sobre el hecho de que realmente hemos logrado mantener unas tasas altas en términos de lo que es la producción. Realmente crecer en esta industria, a tasas de dos dígitos, no es muy frecuente. Los resultados nuestros en términos de nuestros pares en el mercado de valores (como Oxy, Marathon, Ges y el mismo Petrobras) se comparan muy favorablemente. Pero indudablemente lo que el mercado sigue viendo es una compañía que tiene una aspiración y unas metas grandes y muy ambiciosas. La pregunta obvia es si la empresa será capaz de cumplir con estas metas grandes y ambiciosas. Pues bien, lo que sigue siendo para nosotros el gran reto es aumentar nuestra relación de producción a reservas, que en muchas compañías se mantiene sobre niveles de 11, 12 o 13. Nosotros básicamente estamos sobre una relación de 9. Entonces en ese sentido tiene que haber una mejora. Con todo esto quiero decir que lo que los analistas entran a

mirar son muy distintos factores, y lo que nosotros hemos venido haciendo es justamente tratar de estar cada vez mucho más en lo que son los estándares, los referentes del mercado.

Ahora, claramente en lo que se nos pudiera cuestionar es en el tema de descubrimientos, hallazgos y anuncios. Sin embargo, en ese sentido nosotros, cada vez con mayor frecuencia, hacemos anuncios de pequeños pozos de producción, y esperamos que también venga en el futuro el anuncio de un hallazgo grande e importante. Así, hemos venido en un proceso donde paulatinamente nosotros podemos demostrar que cumplimos efectivamente lo que prometemos y nos comparamos muy bien con los estándares. Pero dentro de lo que es la cartilla de trabajo, tenemos que seguir tratando de cerrar brechas en aspectos como la relación producción/reservas y en la posibilidad de anunciar el hallazgo de un gran descubrimiento de crudo. Es lógico que la gente diga que todavía no hacemos anuncios de descubrimientos grandes, pero esperamos que esos descubrimientos grandes también puedan venir.

## A nivel personal

**C.F.** *Doctor Gutiérrez, en Carta Financiera también nos gusta conocer algo de la vida personal de los grandes empresarios del país. ¿Cómo combina usted su vida personal y familiar con el ritmo que le implica ser el líder de una de las empresas más grandes del país?, ¿Cuáles son sus hobbies?*

**J.G.** Mi familia vive en Medellín entonces eso me permite un poquito como hacer la combinación de estar con ellos los fines de semana y en la semana estoy dedicado al trabajo. Eso me permite como hacer un equilibrio de fines de semana en



familia y entre semana trabajo. En mi tiempo libre, me gusta bastante la lectura y también a veces hago un poco de ejercicio.

Doctor Gutiérrez, muchas gracias por recibirnos en su oficina. 