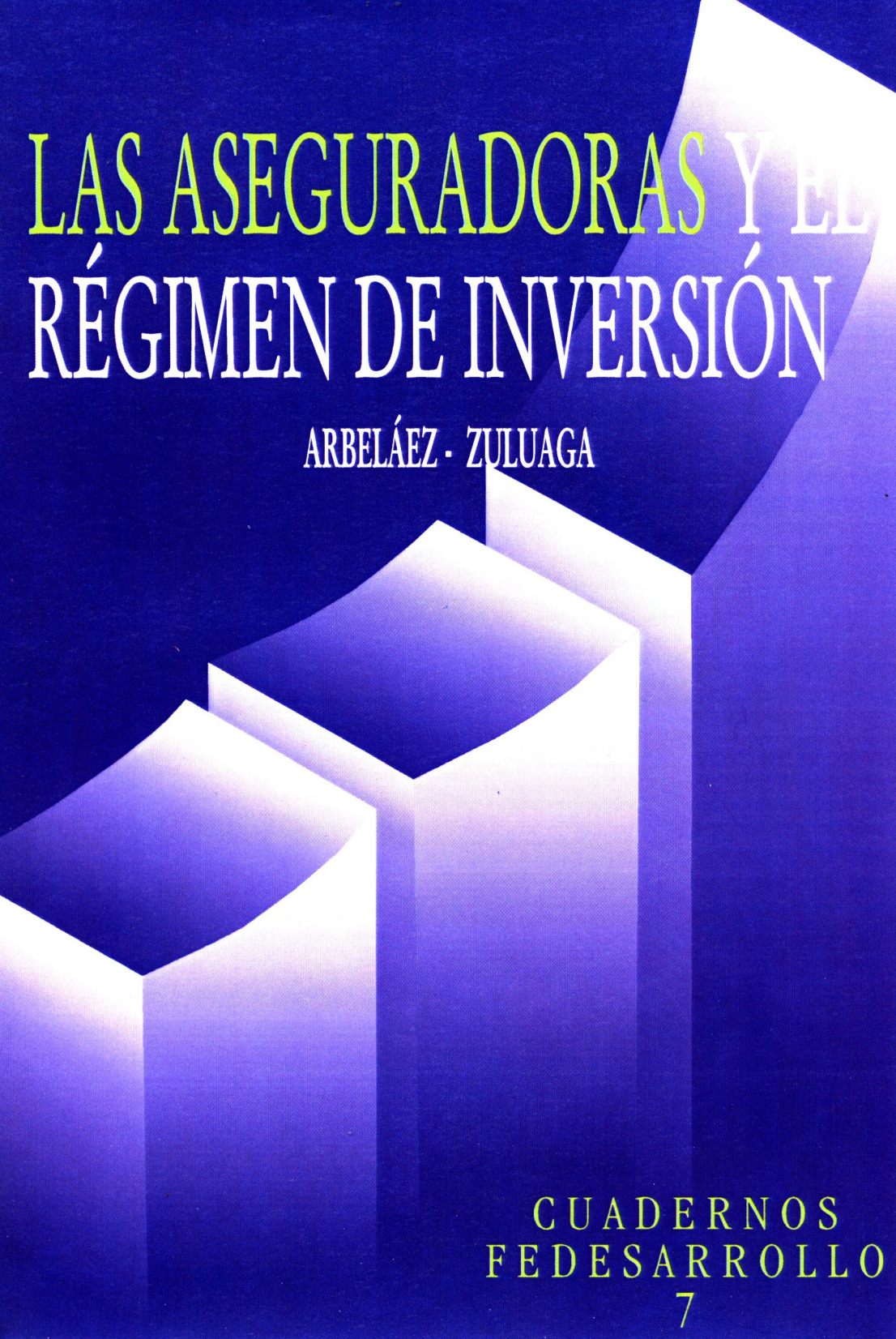
LAS ASEGURADORAS Y EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN

ARBELÁEZ - ZULUAGA



CUADERNOS
FEDESARROLLO
7

Cuadernos de Fedesarrollo
Número siete



Cuadernos de Fedesarrollo

1 Tasa de Cambio en Colombia
Mauricio Cárdenas

2 Los Dólares del Narcotráfico
Roberto Steiner

3 Perspectivas de la Industria Aseguradora: 1997-2010
Natalia Salazar - Sandra Zuluaga

4 Salud, Educación y Desempleo. Diagnóstico y Recomendaciones
Mauricio Reina - Denisse Yanovich

5 Infraestructura, Orden Público y Relaciones Internacionales
Diagnóstico y Recomendaciones
Proyecto Agenda Colombia II
Mauricio Reina - Denisse Yanovich

6 Tributación en Colombia
Roberto Steiner - Carolina Soto

7 Las Aseguradoras y el Régimen de Inversión
María Angélica Arbeláez - Sandra Zuluaga

Las Aseguradoras y el Régimen de Inversión

María Angélica Arbeláez
Sandra Zuluaga

Una publicación de Fedesarrollo
Nueva Serie Cuadernos de Fedesarrollo, número siete

Primera edición: septiembre de 2001

© Fedesarrollo
© Alfomega S.A.

ISBN: 958-682-331-8

Edición, armada electrónica: Fedesarrollo
Impresión y encuadernación: Alfomega S.A.

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia

Contenido

Introducción vii

CAPÍTULO UNO La Industria Aseguradora 1
La industria aseguradora como inversionista institucional 1
Tamaño y desempeño reciente de la industria 4

CAPÍTULO DOS Regulación de las Inversiones de las Compañías de Seguros 15
Tendencias internacionales en materia de regulación del sector asegurador 15
La necesidad de la regulación 15
Principios de la regulación en materia de inversión para el sector asegurador 16
La supervisión prudencial 17
El contexto internacional para la regulación del sector asegurador 19
Evolución de la regulación en Colombia 21
Antecedentes de la legislación 24
La misión del mercado de capitales 27
Legislación actual 28
La regulación colombiana en el contexto internacional 30
Comentarios sobre la legislación colombiana 34
Aspectos positivos de la legislación colombiana 34
Principales problemas de la legislación colombiana 35
La definición de reserva técnica y el régimen de inversiones 35
Bienes raíces y sector real 36
Concentración en papeles del gobierno 36
Diversificación, oferta de nuevos productos y crecimiento del sector 37

CAPÍTULO TRES Comportamiento de las Inversiones de las Compañías de Seguros en Colombia y Costo de Ajuste al Nuevo Régimen 39

CAPÍTULO CUATRO Efectos de la Regulación de las Inversiones sobre el Desempeño de las Compañías de Seguros 51
Los tipos de regulación 51
El manejo eficiente del portafolio 52
Efectos de la regulación en el manejo del portafolio 57
Impacto de una regulación basada en restricciones cuantitativas 59
Efectos de la regulación cuantitativa en Colombia 63
Modelo teórico 66
Conclusiones 69

BIBLIOGRAFÍA 73

ANEXOS 75

INTRODUCCIÓN[1]

El sector asegurador es un importante generador de recursos de ahorro institucional que ha promovido el desarrollo del mercado de capitales alrededor del mundo y ha canalizado inversión hacia los sectores industrial, financiero y constructor principalmente. En Colombia hasta la década de los ochenta las compañías de seguros aportaban más del 60% de los recursos movilizados por inversionistas institucionales. En los años noventa, si bien los fondos de pensiones y cesantías se han convertido en los mayores generadores de este tipo de recursos, el sector asegurador canalizó un monto de inversión promedio cercano a 2% del PIB (poco más de 3 billones de pesos en 2000).

No obstante, el papel que juegue el sector asegurador como inversionista institucional está determinado en buena parte por la regulación que enfrente en materia de inversiones, así como por el nivel de desarrollo del mercado de capitales y por las condiciones específicas de la economía.

La regulación sobre inversiones se justifica para garantizar la solidez y la solvencia de las compañías de seguros y, por tanto, su capacidad de respuesta ante los asegurados. Este es un objetivo central en cualquier economía para preservar la confianza en las entidades financieras y garantizar el crecimiento del sector asegurador, en particular. Si bien estos principios son internacionalmente aceptados, la regulación en los distintos países se mueve dentro de un amplio espectro delimitado por un mayor o menor grado de flexibilidad.

El objetivo de este trabajo es analizar el régimen de inversiones que se aplica en Colombia para las compañías aseguradoras, con un énfasis particular en la reforma que se introdujo recientemente mediante el decreto 94 de 2000. Este análisis se aborda desde tres perspectivas. Por una parte, se hace un breve recuento de la evolución de la legislación en esta materia tratando de identificar los principios que la han regido. Por otra parte, se hace una comparación con las legislaciones de inversión de un grupo amplio de países. Por último, en la medida en que el nuevo régimen exige un proceso de adecuación de las compañías, se trata de identificar los principales efectos que tendrá este régimen sobre su desempeño.

Adicionalmente, con el fin de poner en contexto la reforma, el análisis se complementa con una breve descripción del desempeño reciente del sector y, en particular, de sus inversiones.

---

[1] Este trabajo se realizó con la valiosa colaboración de Camila Aguilar y Germán Arango.

El documento se compone de cuatro capítulos, además de esta introducción. En el primer capítulo se describe el desempeño reciente de la industria aseguradora en Colombia. El segundo capítulo contiene el análisis de las tendencias internacionales en materia de regulación de inversiones para el sector asegurador, las principales características de la legislación colombiana en esta materia y una comparación internacional. El capítulo concluye con una evaluación de los aspectos positivos y negativos que se derivan del nuevo régimen de inversión aplicado en Colombia.

En el capítulo III se describe el comportamiento de las inversiones de las compañías aseguradoras colombianas, tratando de identificar los posibles costos que se derivan del proceso de ajuste contemplado en la legislación.

Finalmente, en el capítulo IV se analiza el impacto de la regulación para las inversiones sobre el desempeño de las compañías de seguros, en particular en aspectos como el manejo óptimo del portafolio, la rentabilidad, el manejo del riesgo, así como en la orientación de los recursos de ahorro que éstas generan hacia actividades eminentemente financieras. En este capítulo se hace una propuesta metodológica para un análisis posterior a través de la cual se pueden cuantificar los efectos de las restricciones establecidos en la regulación mediante el decreto 94 de 2000 sobre el manejo de portafolio de las compañías de seguros en Colombia y sobre su rentabilidad.

CAPÍTULO UNO

La Industria Aseguradora en Colombia

1. La industria aseguradora como inversionista institucional

LOS INVERSIONISTAS institucionales son los intermediarios financieros que tienen como función principal captar ahorro de largo plazo del público y conformar un volumen grande de recursos para invertir principalmente en el mercado de capitales, con lo cual podrán retornar a los ahorradores el beneficio esperado de su ahorro. Este tipo de ahorro se denomina contractual pues está basado en un compromiso de ahorrar periódicamente una suma determinada para recibir en el mediano o largo plazo un beneficio.

Con base en esta definición de ahorro, los inversionistas institucionales son las compañías de seguros y capitalización, los fondos de pensiones y cesantías, los fondos de valores, los fondos de inversión y los fondos mutuos de inversión, si bien hay otros intermediarios financieros que movilizan importantes sumas de dinero en el mercado de capitales.

Las reformas económicas llevados a cabo a comienzos de la década de los noventa permitieron un crecimiento sin precedentes del ahorro contractual en Colombia. En particular, las reformas adoptadas en los campos laboral, financiero y de seguridad social contribuyeron de manera importante al incremento del ahorro contractual a través de la creación de los fondos de pensiones y cesantías y de los fondos de inversión extranjera.

Tradicionalmente el sector asegurador ha sido el mayor generador de ahorro contractual. Sin embargo en los últimos años su contribución ha ido cayendo a medida que ha aumentado la de los fondos de pensiones y cesantías. En efecto, de acuerdo con los cálculos de Lora y Salazar (1996), en Colombia el ahorro contractual pasó de representar 1.85% del PIB en 1975 a 14% del PIB en 1994, con una aceleración del crecimiento de esta variable a partir de 1990. A mediados de los setenta el sector asegurador aportaba casi 81% de los recursos de ahorro contractual. Esta contribución fue disminuyendo durante los años ochenta y en 1994 llegó a 11.3%, debido a la diversificación de fuentes de ahorro institucional que se generaron con las reformas económicas de comienzos de los noventa.

En los años recientes esta tendencia se ha acentuado. El ahorro contractual generado por el sector asegurador ha sido superado con creces por el que canalizan los fondos de pensiones y cesantías. En efecto, en 2000 el sector asegurador canalizó recursos de ahorro contractual por un valor cercano a 1.8% del PIB, mientras los fondos de pensiones y cesantías lo hicieron por un monto cercano a 6.5% del PIB (Cuadro 1). No obstante, es de esperar que esta tendencia se revierta en unos años cuando empiecen a pensionarse los afiliados al sistema privado, lo cual se traducirá en un crecimiento de las rentas vitalicias administradas por las aseguradoras y en una nueva afluencia de recursos de ahorro institucional a este tipo de entidades.

El papel de los inversionistas institucionales en el mundo se ha vuelto cada vez más dinámico con efectos importantes sobre las economías. Existe una amplia evidencia empírica de su gran contribución al desarrollo del

Cuadro 1.1. Recursos de ahorro contractual (Millones de pesos)

	Sector asegurador	Fondos de cesantías	Fondos de pensiones obligatorios	Fondos de pensiones voluntarios
1991	336.511	-	-	-
1992	476.593	84.021	-	-
1993	628.765	228.058	-	-
1994	854.634	351.238	28.676	-
1995	1.048.051	495.040	262.731	37.581
1996	1.391.385	693.543	806.465	75.036
1997	1.722.509	935.622	1.768.767	145.177
1998	2.119.284	1.230.929	3.253.167	474.788
1999	2.543.702	1.584.378	5.409.776	822.339
2000	3.080.747	1.831.990	7.990.306	1.486.497
Porcentaje del PIB				
1991	1.1	-	-	-
1992	1.2	0.2	-	-
1993	1.2	0.4	-	-
1994	1.3	0.5	0.0	-
1995	1.2	0.6	0.3	0.0
1996	1.4	0.7	0.8	0.1
1997	1.4	0.8	1.5	0.1
1998	1.5	0.9	2.3	0.3
1999	1.7	1.0	3.6	0.5
2000	1.8	1.1	4.6	0.9

Fuente: Cálculos con base en datos Superintendencia Bancaria.

mercado de capitales Vittas (1998)[1], derivada de la intensificación de la competencia en el sistema financiero. El desarrollo de nuevas fuentes de financiación, originado en el crecimiento de intermediarios institucionales no financieros, ha conducido además a una mayor eficiencia en el mercado financiero tradicional. En particular, el crecimiento de los préstamos de las compañías aseguradoras al sector real ha sido un factor que ha contribuido a aumentar la competencia a los créditos bancarios a nivel internacional, ampliando asimismo las opciones de recursos para el sector real.

Adicionalmente, el desarrollo de los inversionistas institucionales acompañado de una demanda dinámica de activos financieros incentiva la emisión de acciones por parte del sector real, incrementando por esta vía las fuentes de financiamiento de las firmas, además de las opciones en el mercado de capitales. En cuanto a este mercado, también se ha comprobado que en algunos países la presencia de inversionistas institucionales ha contribuido a lograr una mayor eficiencia, reduciendo los costos de emisión y de transacción asociados a la movilización de importantes recursos, manejados en muchos casos en bloque. Por otra parte, los inversionistas han sido en buena parte responsables de las innovaciones financieras al igual que de la expansión de la industria de los servicios financieros, con el uso activo de instrumentos como los derivados (opciones sobre índices y contratos de futuros).

Igualmente, los inversionistas han jugado un papel cada vez más activo en el "corporate governance" o gobierno corporativo. En la medida en que van adquiriendo participaciones importantes en firmas, y que el precio de las acciones o su desempeño tiene un efecto en sus balances, los inversionistas se involucran cada vez más en la toma de decisiones y procuran ejercer un mayor control sobre el manejo de la firma. Esto ha generado una presión sobre las empresas, no sólo para que provean una mejor información sobre el estado de sus balances y sus actividades, sino además para que se dé un manejo adecuado y mayor responsabilidad por parte de los gerentes corporativos. Esto ha evolucionado al punto en que Estados Unidos adoptó recientemente dos códigos de gobierno corporativo[2].

---

[1] El estudio de Vittas (1998) se concentra en el efecto del crecimiento de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales de países como Chile, Argentina y Estados Unidos.

[2] Uno denominado CALPRES y otro emitido por el "Council of Institutional Investors".

Pero es importante resaltar que los mencionados efectos no sólo se derivan del crecimiento de los inversionistas institucionales y de su desarrollo, sino también de los profundos cambios que han sufrido sus políticas de inversión. Este ha sido el caso de la regulación sobre inversiones aplicada a las compañías aseguradoras en Estados Unidos, donde este grupo de instituciones participa con un porcentaje importante de los activos financieros del país.

En contraste, algunos estudios han comprobado que los efectos de los inversionistas institucionales sobre el sector financiero en un sentido amplio y sobre el sector real han sido menos intensos en países en desarrollo, lo cual se atribuye a los esquemas regulatorios que esos países adoptan para las inversiones. En general éstos tienen una orientación más marcada hacia la regulación basada en las restricciones cuantitativas, que hacia las normas de persona prudente, como se verá más adelante.

2. Tamaño y desempeño reciente de la industria

Si bien Colombia está dentro del grupo de países de América Latina en los que la industria aseguradora tiene un tamaño importante, el crecimiento del sector se ha visto claramente afectado por el pobre desempeño que la economía ha mostrado durante los últimos años.

El tamaño del sector asegurador en Colombia, medido por el volumen de primas sobre PIB, se ha mantenido durante la segunda mitad de los noventa alrededor de 2% del PIB, nivel similar al de Brasil, Argentina y México. No obstante, las primas en dólares pasaron de crecer casi 13% en 1997 a decrecer casi 4% en 1998 y 9% en 1999[3].

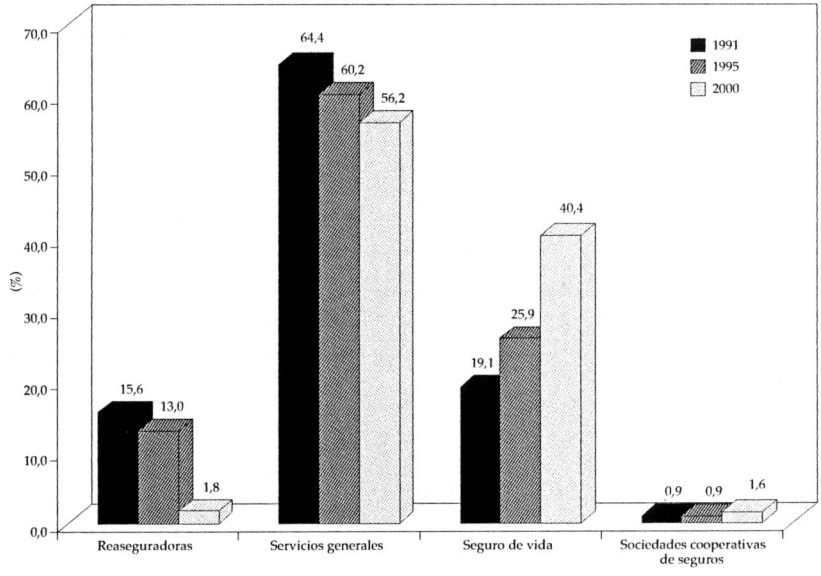
Durante los noventa se ha dado una recomposición de la industria a favor de los ramos relacionados con vida. En efecto, mientras la participación de los seguros generales en los activos del sector pasó de 65% en 1991 a 56% en 2000, el sector de seguros de vida pasó de 19% a 40% en el mismo período de tiempo (Gráfico 1).

Esta tendencia se explica en buena medida por el impacto que las reformas laboral y de seguridad social emprendidas a comienzos de la década tuvieron en el acceso de las compañías de seguros a nuevos negocios como seguros previsionales, riesgos profesionales y pensiones.

---

[3] Calculado con base en información de FIDES.

Gráfico 1. Participación por tipo de Entidad en Activos Totales



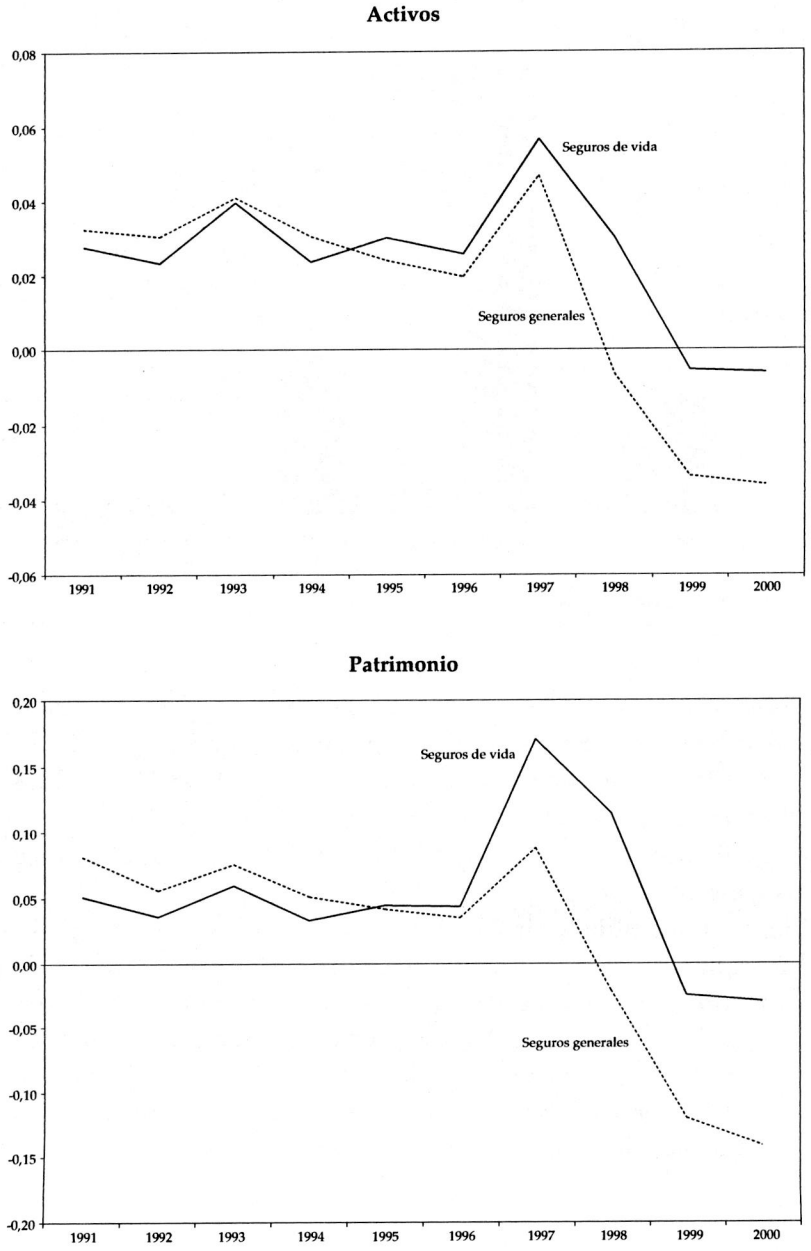
Fuente: Superintendencia Bancaria.

No obstante, el sector asegurador al igual que el resto de sectores productivos se ha visto afectado fundamentalmente por el profundo deterioro que la actividad económica viene mostrando desde 1998. Diversos estudios han encontrado que la actividad aseguradora es particularmente sensible al desempeño de la economía, especialmente en los ramos relacionados con seguros generales[4].

Si bien en Colombia los indicadores de rentabilidad de la industria aseguradora han sufrido un marcado deterioro desde 1997, este resultado no puede atribuirse únicamente al descenso de la actividad productiva (Gráfico 2). La obligación de valorar activos a precios de mercado prevista en la Resolución 200 de 1995, y varios procesos de escisión que se dieron en aseguradoras pertenecientes a grupos económicos, también influyeron en la caída de los indicadores de rentabilidad. En efecto, al discriminar entre empresas

[4] Sobre la relación entre el sector asegurador y el desempeño de la economía véase Ortega (1985) y Salazar y Zuluaga (1998).

Gráfico 2. Rentabilidad de Activos y del Patrimonio por tipo de entidad



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de Fedesarrollo.

pertenecientes a grupos económicos y el resto, se observa un deterioro más pronunciado en la rentabilidad de las primeras[5].

El comportamiento de la rentabilidad por tipos de compañías (seguros de vida y seguros generales), muestra en los últimos años de la década una caída más pronunciada en las compañías de seguros generales que en las de vida. Este resultado contradice la tendencia histórica, pues antes de 1995 las compañías de seguros generales registraban mejores resultados que las de vida (Gráfico 3).

Sin embargo, en el caso del conjunto de compañías pertenecientes a grupos económicos, los negocios de seguros de vida tuvieron a lo largo de la década un mejor desempeño en términos de rentabilidad que los seguros generales (Gráfico 4).

Con todo, la evolución reciente de los indicadores de rentabilidad mencionados pone en contexto los ajustes recientes que el gobierno ha hecho a la legislación para el sector asegurador.

Igualmente, si se analiza la rentabilidad de las inversiones del sector y un indicador de solvencia como el respaldo que tienen las reservas técnicas en las inversiones, se evidencia un deterioro de los dos indicadores a partir de 1997. Este resultado no sólo es un reflejo del impacto de la valoración de activos a precios de mercado, sino también se relaciona en particular con la estrategia de desmonte de las inversiones forzosas, con la pérdida de valor de los activos que se ha registrado de manera generalizada en la economía durante los últimos años, con la caída de las tasas de interés y con la disminución de la rentabilidad de las acciones.

Con excepción de las empresas de reaseguros, durante los años noventa la rentabilidad de las inversiones del sector ha mostrado una tendencia decreciente que se acentúo a finales de la década (Gráfico 5). En el caso de seguros generales este indicador cayó en términos reales en promedio a una tasa de 2.4% anual entre 1991 y 1995, mientras entre 1996 y 2000 esa disminución se acentúo y la caída fue en promedio de 16.6%. Para los seguros de vida, en la primera mitad de la década se registró una disminución promedio anual de 1.3% y en la segunda mitad de la década llegó a ser -14.8% en promedio.

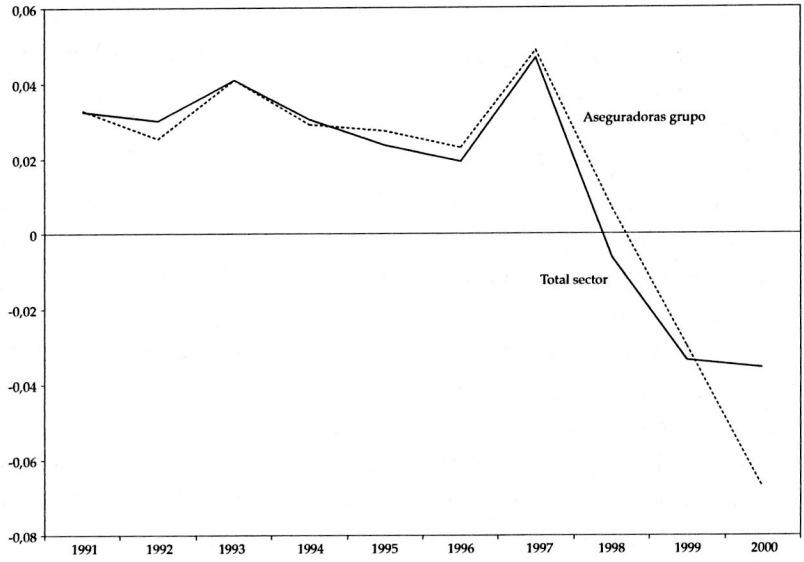
Este resultado es acorde con el comportamiento que ha mostrado durante los noventa el indicador de respaldo de las reservas calculado por la Su-

---

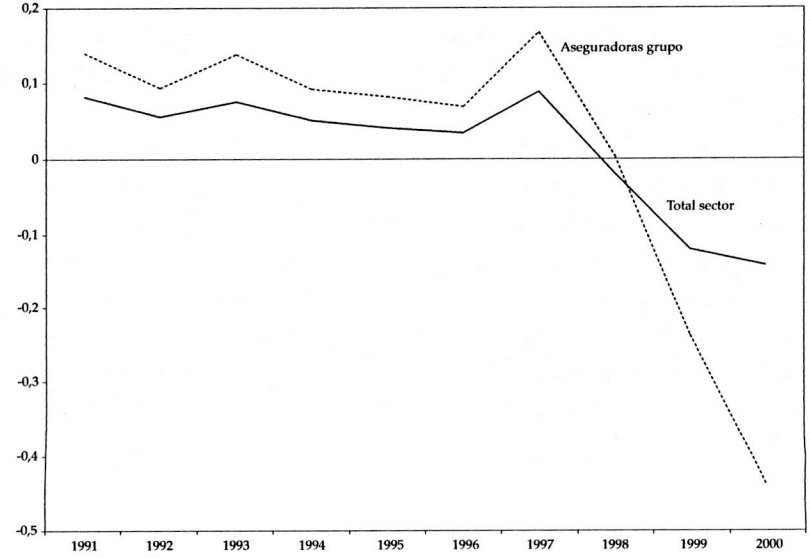
[5] Entre 1996 y 1997 se registraron escisiones en compañías como Suramericana, Bolívar y Colpatria.

Gráfico 3. Rentabilidad de los Activos y del Patrimonio

Activos (Compañías de Seguros Generales)

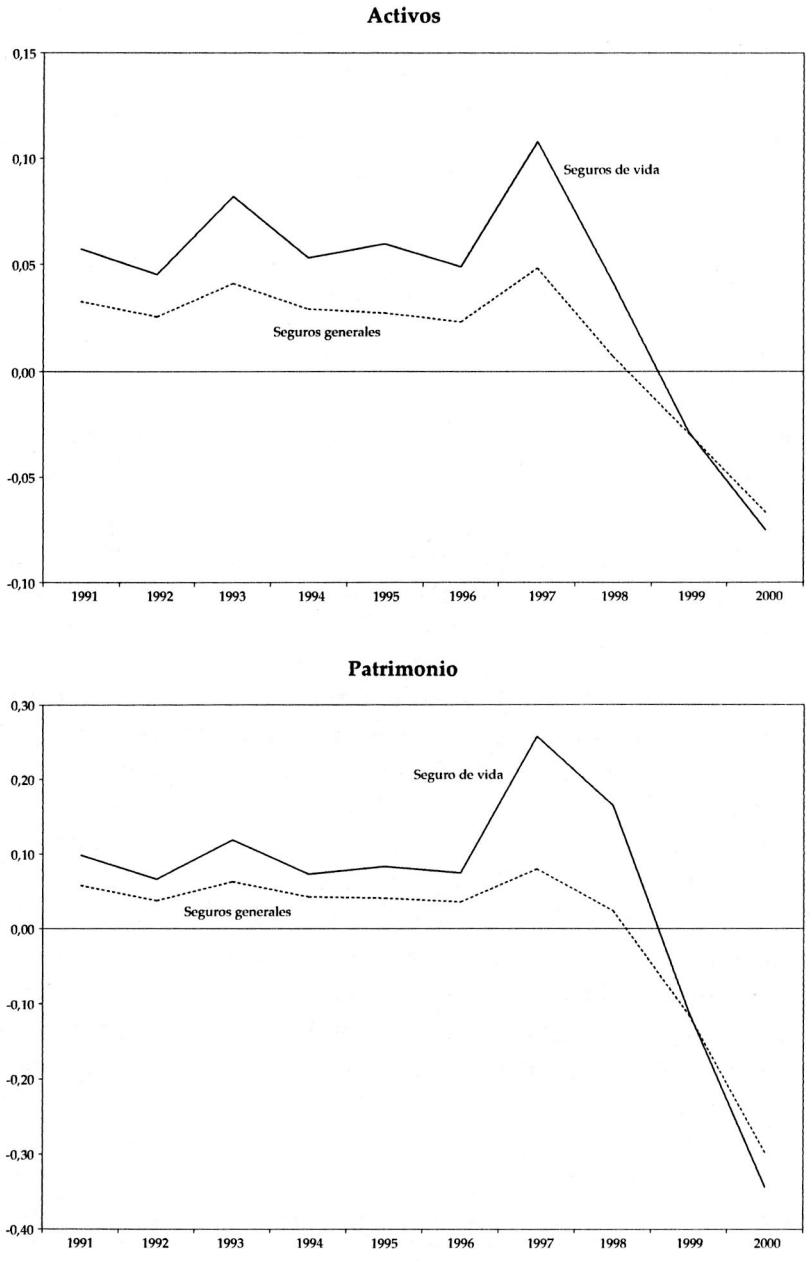


Patrimonio (Compañías de Seguros Generales)



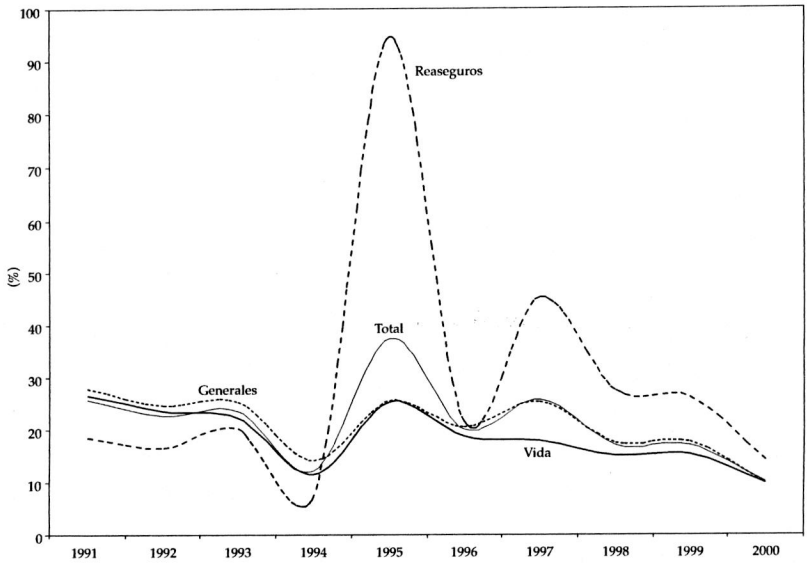
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 4. Rentabilidad de Activos y del Patrimonio por grupo económico



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 5. Rentabilidad Real de las Inversiones del Sector Asegurador



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de Fedesarrollo.

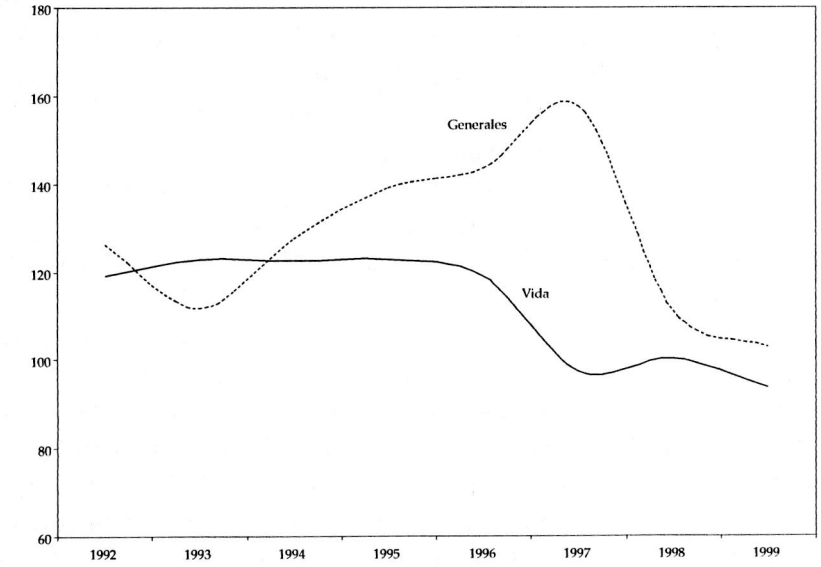
perintendencia Bancaria. En el caso de seguros generales, el índice registró una profunda caída a partir de 1997, pasando de 157.7 en ese año a 102.9 en 1999. Para seguros de vida la caída ha sido menos pronunciada y el indicador pasó de 118.9 en 1996 a 93.5 en 1999 (Gráfico 6).

Si el respaldo de las reservas técnicas se calcula de una manera más estricta tomando como respaldo sólo las inversiones negociables, y además se distinguen las aseguradoras pertenecientes a grupos del resto de empresas, se encuentran resultados interesantes[6]. Por una parte, la caída en el indicador se revierte a partir de 1999 para el total del sector, indistintamente de si las empresas pertenecen a un grupo económico (Gráfico 7). No obstante, las compañías pertenecientes a grupos económicos tienen un indicador más bajo que el resto.

---

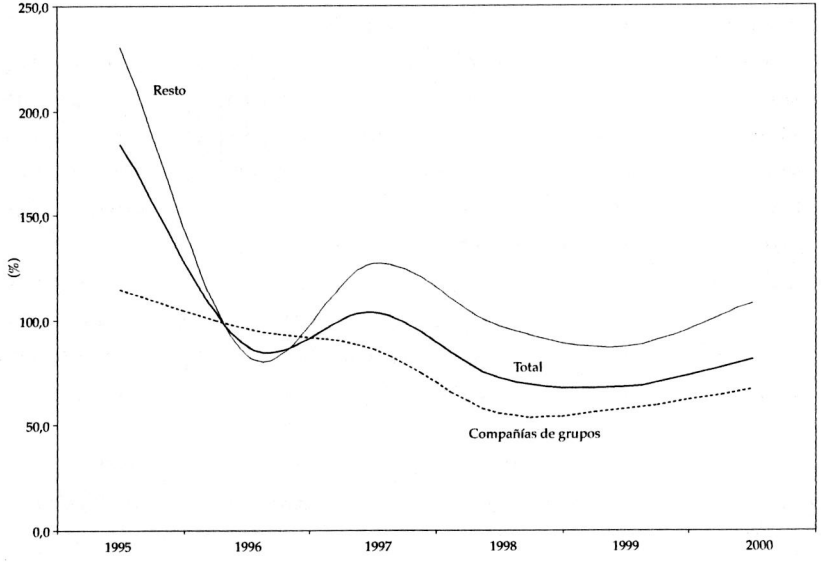
[6] El indicador de respaldo de las reservas es reportado en los informes trimestrales de la Superintendencia Bancaria. Para hacer el cálculo con las inversiones negociables, se tomaron los rubros incluidos en este título en el Plan Unico de Cuentas (PUC) y se adicionaron algunas inversiones clasificadas como no negociables pero que corresponden a títulos de deuda pública de largo plazo. Debido a la disponibilidad de información este último cálculo sólo se puede hacer desde 1995.

Gráfico 6. Sector Asegurador: Indicador de respaldo de las reservas Ténicas



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 7. Respaldo de las Reservas



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Por otra parte, cuando el indicador se calcula para los negocios de vida y generales por separado la tendencia se mantiene, es decir, a pesar de la profunda caída que se registró a partir de 1997 se evidencia un repunte en 2000. No obstante, el deterioro se registró fundamentalmente en las compañías de seguros generales, pues en las de vida lo que ha sucedido es que el indicador se mantuvo casi constante desde 1997 (Gráfico 8).

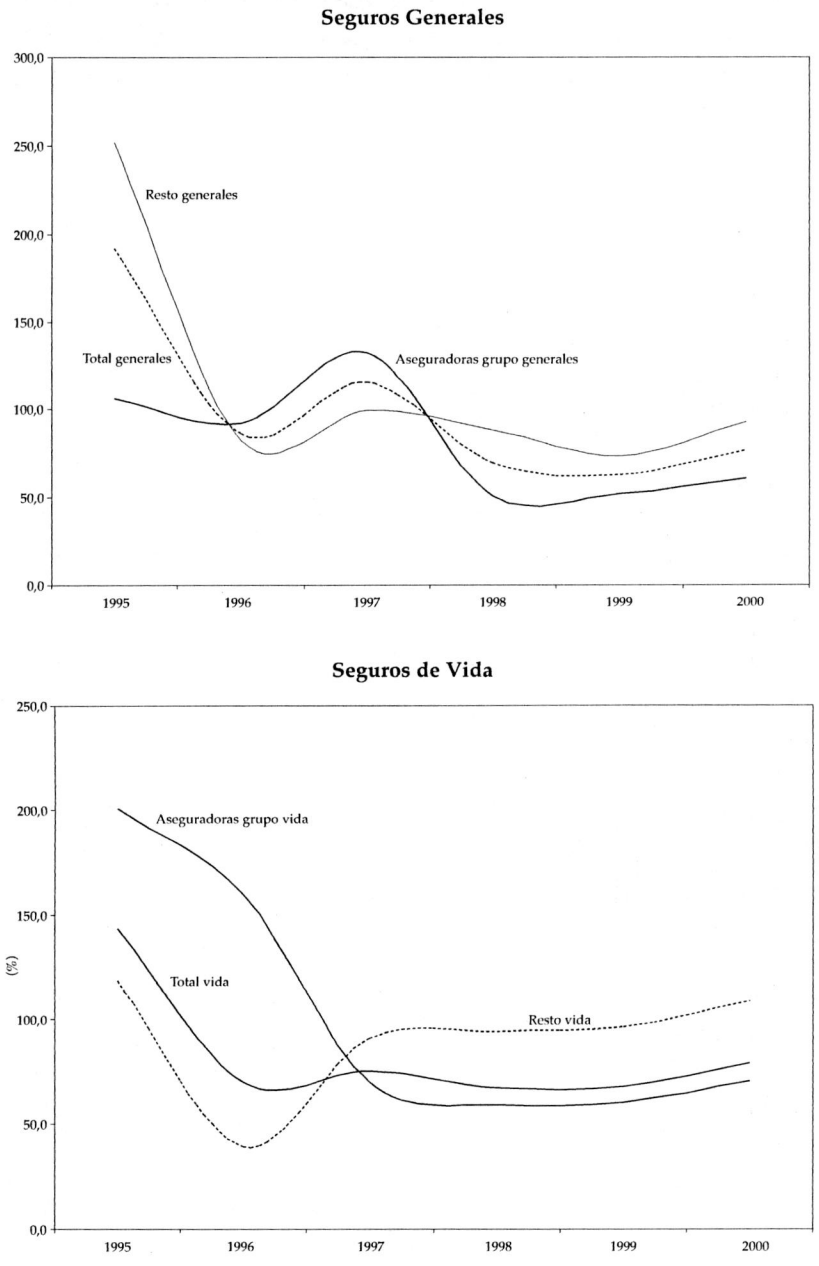
Para los dos tipos de negocios las aseguradoras pertenecientes a grupos tienen un nivel más bajo de respaldo de las reservas. Adicionalmente, en el caso de los seguros de vida se observa que el indicador no se deterioró para las compañías que no pertenecen a grupos económicos.

En síntesis, en Colombia las compañías de seguros están dentro del grupo de inversionistas institucionales más importantes junto con los fondos de pensiones y cesantías. No obstante, durante la década de los noventa no se registró un crecimiento importante de los recursos de ahorro institucional canalizados por el sector asegurador. En parte, este resultado se originó en el deterioro que ha mostrado la actividad aseguradora en los últimos años, el cual está estrechamente relacionado con la profunda contracción de la actividad económica, pero también es un efecto del surgimiento de nuevas entidades que captan ahorro institucional como los fondos de pensiones y cesantías. Es de esperar que en el mediano plazo, nuevamente vuelvan a fluir recursos de manera creciente al sector asegurador por el manejo de las pensiones privadas a través de rentas vitalicias.

La valoración de activos a precios de mercado, las escisiones de algunas compañías pertenecientes a grupos económicos y la recesión de la economía durante los últimos años de la década de los noventa, han afectado el desempeño de las compañías del sector, lo cual se evidencia en una caída de la rentabilidad tanto de los activos, y en particular de las inversiones, como del patrimonio. Al interior del sector, se destaca el hecho de que el descenso en rentabilidad es superior en los negocios de seguros generales que en los de vida y, adicionalmente, que las compañías que no pertenecen a grupos económicos exhiben un mejor comportamiento que las que si tienen esa característica. Las escisiones han jugado un papel importante en este último resultado.

Bajo estas condiciones, el análisis del régimen de inversiones para el sector asegurador, y en particular la reforma llevada a cabo en 2000, debe tener en cuenta la especial coyuntura por la que atraviesa el sector. Bajo este escenario, no es de extrañar que entre las motivaciones que tuvo esta reforma se encuentre, además del interés de adecuar la legislación a los estándares

Gráfico 8. Respaldo de las Reservas para Compañías



Fuente: Superintendencia Bancaria.

internacionales, la necesidad de prevenir una crisis generalizada en el sector con un impacto indeterminado sobre la confianza. Si bien este objetivo es válido, como se verá más adelante, existen muchas razones por las cuales no parece sano adoptar una legislación de mediano plazo como respuesta a criterios de corto plazo.

CAPÍTULO DOS

Regulación de las Inversiones de las Compañías de Seguros

1. Tendencias internacionales en materia de regulación del sector asegurador

A. La necesidad de la regulación

La teoría económica ha tratado de analizar la orientación de la política económica a la luz de la pugna que existe entre los intereses privados y los intereses públicos. En contraste, para los científicos políticos las decisiones de política están determinadas por la ideología y las instituciones[1].

En este contexto, desde el punto de vista económico, la regulación es útil para corregir las fallas de mercado y proteger a los consumidores de ellas. Por esta vía se maximiza el bienestar de la sociedad y por lo tanto el interés público. No obstante, aspectos contenidos en la regulación como la existencia de barreras a la entrada a un mercado, lo cual induce cierta protección a los participantes, y, en el caso de las entidades financieras, las restricciones sobre el portafolio que pueden afectar la diversificación del riesgo, son factores difíciles de entender desde el punto de vista de la iniciativa privada.

En la medida en que no existe consenso sobre cuál principio debe primar en materia de regulación, la tendencia hacia la desregulación que se ha dado en las últimas décadas en el mundo parece mejor explicada por criterios ideológicos acerca de cuál debe ser el nivel adecuado de intervención del gobierno en la economía.

A pesar de este debate, la globalización y la creciente integración de los mercados internacionales han llevado a la aceptación de unos principios que deben regir la regulación para el sector financiero. En el caso de los bancos, ha habido un desarrollo más profundo de estos principios a través de la labor que realiza el Bank of International Settlements (BIS), que el que

---

[1] Para un análisis más extenso del tema véase Kroszner y Strahan (2000).

se ha alcanzado para las compañías de seguros. No obstante, el BIS ha conformado la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus iniciales en inglés), la cual ha venido promoviendo activamente a nivel internacional desde comienzos de los noventa el diseño de un conjunto de principios para la regulación del sector asegurador.

A continuación se presentan la orientación y los principios que existen a nivel internacional para la regulación del sector asegurador en materia de inversión, los cuales son aplicados en los distintos países de acuerdo con las condiciones específicas de la economía y con el grado de intervención que en cada caso se le asigna al estado.

B. Principios de la regulación en materia de inversión para el sector asegurador

Existe una amplia literatura teórica y empírica sobre el tema de la regulación de las inversiones de los inversionistas institucionales. En términos generales, el objetivo de los reguladores es promover un manejo adecuado de las inversiones que asegure la solvencia de las instituciones, y con ello garantice el respaldo de los derechos de los beneficiarios.

Como se mencionó, en el caso específico de las compañías de seguros el riesgo de mercado recae totalmente sobre ellas. Sea cual sea su ramo, el desempeño de las inversiones con las que respaldan los recursos que les entregan sus clientes o las denominadas reservas, debe garantizar a éstos el pago de su póliza en un momento determinado. Adicionalmente, estas compañías deben cumplir con un nivel mínimo de capital, para cubrir la eventualidad en que las primas y los retornos de las inversiones no sean suficientes para cumplir con el pago de esas pólizas. Este condición se refiere a la relación de solvencia que las compañías de seguros deben cumplir, la cual es establecida por la regulación.

Para ello se busca que las entidades tengan una posición financiera sólida que las haga poco vulnerables a cambios en las condiciones económicas (evitar una excesiva exposición al riesgo), pero simultáneamente permitiéndoles obtener una rentabilidad adecuada que asegure la solvencia en el tiempo y que conduzca a un desarrollo del sector[2].

---

[2] Los objetivos generales descritos aplican para el caso de los inversionistas institucionales en general.

Esta característica del negocio asegurador se traduce en la necesidad de que la regulación para el sector contemple dos aspectos particulares: el manejo de las inversiones y los requerimientos de capital. Por una parte, la autoridad reguladora establece límites cualitativos a las inversiones de las reservas, que pueden aplicarse a través de límites máximos o mínimos de inversión por instrumento y límites máximos de inversión por emisor. Por otra parte, el regulador puede hacer énfasis en un vínculo más estrecho entre inversiones y capital, imponiendo límites a las inversiones a través de adecuaciones del capital en función del riesgo.

No obstante, como se mencionó, el nivel de desarrollo de la economía y en particular del mercado de capitales, y las consideraciones de política respecto a la intervención del gobierno en la economía, son determinantes para que las autoridades opten por un enfoque particular de regulación.

En general, se han identificado diferencias en el tipo de regulación adoptado por países desarrollados y en desarrollo, que se explican fundamentalmente por las características de los mercados, los riesgos de la economía, y factores relacionados con la volatilidad, entre otros. Hay evidencia empírica de una mayor flexibilidad en los países desarrollados, y de un mayor control de las inversiones de los inversionistas institucionales en los países en desarrollo. No obstante, el nivel de desarrollo no es el único factor que determina el esquema regulatorio adoptado[3].

C. La supervisión prudencial

Durante las últimas décadas se ha adoptado cada vez más a nivel internacional el modelo de supervisión denominado prudencial, el cual se apoya principalmente en la evaluación de los estados financieros de las entidades y en la supervisión de los aspectos necesarios para garantizar que una entidad financiera o aseguradora cumpla con los requerimientos de capital y las restricciones que se imponen sobre los activos.

No obstante, la supervisión prudencial puede tener un enfoque regulatorio cuando se apoya fundamentalmente en un cuerpo de reglas deta-

---

[3] Hay países desarrollados con esquemas más orientados hacia una regulación cuantitativa, como es el caso de Estados Unidos, mientras otros países como los europeos propenden por una regulación menos específica. Igualmente, entre los países en desarrollo, hay unos con regulaciones de las inversiones menos restrictivas que otros, como es el caso de México.

lladas, o puede tener un enfoque eminentemente de supervisión cuando el énfasis se hace en la evaluación de las prácticas de manejo de riesgo de las compañías, más que en la aplicación de reglas detalladas para controlar el riesgo asociado con cada instrumento del portafolio. En la práctica, si bien es posible identificar la orientación de cada regulación, puede haber una mezcla de los dos enfoques en ciertos temas.

El enfoque regulatorio no parece adecuado para el mundo actual, caracterizado por una gran dinámica en materia de innovación financiera que genera de manera permanente nuevos instrumentos e incluso mercados. La existencia de numerosas opciones es beneficiosa para el manejo del portafolio de inversiones de las entidades financieras y, en particular, del sector asegurador, pues facilita el manejo del riesgo. No obstante, en este contexto, la regulación puede constituirse en un obstáculo para alcanzar este resultado si establece límites de acuerdo al nivel de riesgo de cada instrumento, además de que afecta las condiciones de competencia en el sector. Dado el nivel de desarrollo del mercado financiero internacional que se ha alcanzado durante los años noventa, el enfoque de supervisión está primando cada vez más dentro de la legislación, especialmente en los países desarrollados[4].

Si bien las legislaciones de Estados Unidos, Canadá y los países de Europa no tienen la misma orientación, durante los noventa se han implementando en estos países numerosos cambios como resultado de las investigaciones que se han hecho sobre las causas del colapso de las instituciones financieras más grandes[5].

Savage (1998) señala que estas investigaciones han hecho evidente la necesidad de un nuevo paradigma en materia de supervisión de las entidades financieras, pues el estilo de supervisión basado en la verificación de datos ha mostrado grandes limitaciones. Para el caso del sector asegurador este autor propone más bien un esquema de supervisión enfocado hacia la medición de la solvencia de las aseguradoras a través del desempeño de su administración y la estrategia de negocios.

En el caso específico de la supervisión de las inversiones de las compañías de seguros, la adopción de muchas reglas detalladas en Estados Unidos y

---

[4] Para el caso de los bancos véase Mishkin (2000) y para el sector asegurador Savage (1998).

[5] Véase Savage (1998). Entre los casos más citados están el de ING Barings y los de algunas compañías de seguros en Canadá.

Canadá ha ido cambiando a favor de un enfoque que le asigna una mayor responsabilidad a la junta directiva de la empresa en la inversión de sus fondos lo que se conoce como el enfoque del "portafolio prudente". Sin embargo, en estas legislaciones todavía se mantienen límites para ciertas categorías de inversión que se considera involucran un alto nivel de riesgo como la propiedad raíz y las acciones, y también se controlan las inversiones en empresas vinculadas.

Aunque el enfoque de portafolio prudente se desarrolla en mayor detalle en el capítulo IV, es importante mencionar que va de la mano con un sistema en el que la responsabilidad de que las empresas sean sanas y adopten prácticas financieras adecuadas, está en los gerentes y la junta directiva y no en la autoridad regulatoria[6]. Dado que el enfoque de gobierno corporativo no es tan difundido en Estados Unidos como lo es en Canadá, la eliminación de reglas de inversión detallada ha sido más importante en este último país.

D. El contexto internacional para la regulación del sector asegurador

La IAIS ha desarrollado un cuerpo de principios que los supervisores deben adoptar en el sector de seguros para ser efectivos[7]. Entre estos principios se destacan las reglas prudenciales, que tienen que ver con los estándares que las compañías de seguros deben cumplir para limitar o manejar el riesgo al que están expuestas.

De acuerdo a la estructura del negocio, los riesgos de una compañía de seguros pueden clasificarse en: riesgos técnicos o del pasivo, riesgos de inversión o del activo, y riesgos no técnicos. Los primeros se refieren principalmente a las bases actuariales de cálculo de las primas y reservas técnicas. Los riesgos del activo tienen que ver con el desempeño de la rentabilidad, la liquidez y la estructura del portafolio de inversiones de una compañía, las cuales pueden llevar a la compañía a ser insolvente. Estos riesgos pueden

---

[6] Para adoptar este esquema se debe garantizar que la junta directiva tendrá acceso a la información adecuada para tomar decisiones y establecer una división de poderes que le dé un cierto grado de independencia a la junta para tomar las mejores decisiones para el interés de la empresa y no de los accionistas.

[7] Véase IAIS (2000). La IAIS fue establecida en 1994, reúne autoridades de supervisión de seguros de casi cien jurisdicciones y cuenta con cuarenta entidades que asisten en calidad de observadores.

ser: de mercado (depreciación y tasa de interés), de liquidez, de crédito, de evaluación de las inversiones, de participación en la propiedad de ciertas empresas y jurídicos.

Los riesgos que no son de tipo técnico se relacionan por ejemplo con aspectos como la participación en grupos financieros y la fijación de primas demasiado bajas como estrategia para ganar mercado. La participación en conglomerados financieros no es un aspecto negativo en sí mismo, sino que puede ser una vía de contagio para las empresas aseguradoras cuando algunos miembros del grupo enfrentan problemas. Bajo estas condiciones, es importante que la autoridad de supervisión pueda mantener un balance adecuado entre los beneficios y los riesgos de pertenecer a un grupo.

Adicionalmente, y con el fin de que las labores de regulación y supervisión sean afectivas y se logre verdaderamente el control de las actividades, las autoridades regulatorias tratan de evitar que las compañías adquieran control de una industria o de otra entidad cuya supervisión esté por fuera de su dominio.

En ese contexto, por el lado activo, el negocio de seguros implica que la compañía debe mantener activos suficientes para cubrir las reservas técnicas y el margen de solvencia, a través principalmente de la inversión de esas reservas. Para controlar los activos el supervisor debe establecer la aplicación de ciertos estándares sobre una cantidad de activos al menos igual al total de las reservas técnicas. Este aspecto en el caso de Colombia apenas se introdujo de manera específica en la legislación de 2000.

Los estándares aplican fundamentalmente para la inversión de las reservas de la compañía y se refieren a: la diversificación de instrumentos de inversión; la fijación de límites o restricciones por instrumentos precisando la cantidad que puede mantenerse en instrumentos financieros, propiedades y préstamos; la determinación de principios para la valoración de los activos incluidos en los estados financieros; la aplicación de sistemas para medir el riesgo de los activos; y, finalmente, el calce apropiado de activos y pasivos, así como la liquidez.

Sobre los dos últimos aspectos, la IAIS ha propuesto una revisión de la metodología que los aseguradores usan para identificar y analizar su perfil de riesgo, como un complemento a las políticas de inversión. Este trabajo no sólo incluye una revisión de los procedimientos y prácticas adoptadas por los aseguradores para manejar y controlar los componentes del riesgo de mercado y de liquidez, sino una revisión de la política de productos y su influencia sobre la estrategia de inversión.

Con una clara tendencia hacia el enfoque de supervisión más que al regulatorio, la IAIS también recomienda que los aseguradores desarrollen una estrategia de manejo de activos basada en la definición de un plan de inversiones estratégica por parte de la junta directiva de la empresa. Este plan de inversiones incluye la implementación de sistemas para la determinación de los riesgos de inversión y de procedimientos de valoración independientes para el manejo del riesgo[8].

Con respecto a los pasivos, los supervisores deben determinar los rubros que es necesario considerar como una obligación para la compañía, tales como los siniestros incurridos pero no informados y los siniestros incurridos pero no reportados, así como los estándares para conformar las provisiones técnicas y la cantidad de crédito permitido para reducir obligaciones por cantidades recuperables bajo reaseguro.

La política en materia de capital adecuado y solvencia, debe ser un complemento especialmente de la que se adopta frente a los activos. Una compañía de seguros es solvente si puede cumplir con sus obligaciones en cualquier momento o al menos en la mayoría de las circunstancias. En términos generales, el margen de solvencia de una compañía de seguros está determinado por la capacidad de los activos para respaldar los pasivos, por lo cual es necesario que la regulación contemple una evaluación prudente de las reservas técnicas, reglas cualitativas y cuantitativas para la inversión de los activos correspondientes a las reservas técnicas y un margen de solvencia adecuado. Este último está determinado no sólo por los niveles mínimos de capital para operar, sino por los requerimientos de capital adecuado que reflejen el tamaño, la complejidad y los riesgos del negocio de la compañía.

2. Evolución de la regulación en Colombia

Desde comienzos de los noventa en Colombia se han tomado medidas para fortalecer el respaldo del sector asegurador y adecuarlo a los estándares internacionales. A comienzos de la década se trató de fortalecer el patrimonio de las compañías de seguros con el establecimiento de un monto de capital mínimo para la creación de una compañía, que se ajustaba con la inflación. Adicionalmente, se definieron un patrimonio técnico mínimo para que la

[8] Véase IAIS (1999).

compañía pudiera subsistir en el tiempo, y un margen de solvencia necesario para ejercer la actividad. Con este margen de solvencia la compañía mantiene un nivel de patrimonio técnico acorde con las primas y los siniestros, con el fin de que pueda cumplir con sus obligaciones presentes y futuras con los asegurados.

A lo largo de la década de los noventa el régimen de inversión se adecuó a las nuevas condiciones de la economía aumentando las opciones de inversión, especialmente de tipo financiero. No obstante, como se verá más adelante, a partir de 1991 se adoptó un doble régimen que establecía unas inversiones de carácter obligatorio sólo para el 40% de las reservas técnicas, mientras a nivel internacional la regulación de inversiones aplica para la totalidad de las reservas.

El esfuerzo por fortalecer la solvencia del sector se vio complementado con el uso generalizado de la calificación de riesgo en el país y con la adopción de un sistema de valoración de activos.

En efecto, la apertura económica indujo una mayor integración de la economía colombiana al mercado financiero internacional, hecho que hizo necesaria la existencia de un sistema de calificación de riesgo de las opciones de inversión de portafolio en el país. Con la ley 45 de 1990 se estableció la creación de sociedades calificadoras de valores. Esta figura ha sustituido las garantías reales o de entidades de crédito para la emisión de valores[9].

Asimismo, en 1995 con la Resolución 200 la Superintendencia Bancaria obligó a todas las entidades vigiladas, incluidas las compañías de seguros, a adoptar reglas de valoración de las inversiones que reflejen adecuadamente los cambios de sus precios de mercado.

El objetivo de esta resolución fue llevar a los inversionistas a reconocer el valor real de sus activos financieros a través de la calificación y valoración adecuada de las inversiones, lo cual tiene un efecto sobre los estados financieros en la medida en que se deben registrar las pérdidas y ganancias que resultan de la exposición a los riesgos de mercado, solvencia y jurídicos.

Recientemente, como se verá más adelante, además de que se modificó el régimen de inversiones de las compañías de seguros a través del Decreto

---

[9] Además de la calificación de valores, con la Resolución 1063 de 1998 de la Superintendencia de Valores, las sociedades calificadoras en Colombia pueden calificar el endeudamiento de sociedades con títulos en bolsa, portafolios de inversión colectiva, el cumplimiento de flujos futuros en proyectos de inversión y la capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.

94 de 2000, extendiéndolo al 100% de las reservas técnicas, restringiendo las inversiones en ciertas opciones y en particular en empresas vinculadas, se elevaron los montos de capital mínimo y se ha tratado de fortalecer el manejo de tesorería con el ánimo de contribuir a mejorar la solvencia de las empresas.

En virtud de la Ley 510 de 1999, el capital mínimo de las compañías de seguros se fijó en $4.000 millones, monto que debe ser ajustado anualmente con la inflación. Ese monto mínimo de capital deberá ser cumplido de manera permanente.

En cuanto al margen de solvencia o los niveles de patrimonio saneado de las compañías de seguros, la legislación en Colombia establece diferencias en metodología de cálculo y en cuantías, de acuerdo con los ramos. Para seguros generales, el patrimonio saneado se determina en función del mayor valor entre las primas anuales o la carga media de siniestralidad en los tres últimos ejercicios. Para los seguros de vida, el patrimonio técnico saneado para el ramo de vida individual se calcula con base en las reservas matemáticas y para riesgos profesionales, de conformidad con las cotizaciones o con los siniestros. Para el resto de ramos que trabajan las compañías de vida, el margen de solvencia se determina de la misma forma que para seguros generales.

El Decreto 206 de 1999 estableció la cuantía mínima del patrimonio técnico saneado para seguros generales y de vida, haciendo una distinción en los ramos relacionados con la seguridad social. Para este último caso, las empresas deberán acreditar una cuantía mínima adicional de patrimonio técnico saneado para operar estos negocios.

El manejo de riesgo en las operaciones de tesorería se reglamentó mediante la circular externa N° 88 de 2000. Esta norma le asigna responsabilidades específicas a la junta directiva y a la gerencia de las entidades financieras, incluidas las compañías de seguros, en el manejo del riesgo inherente a las actividades de tesorería y establece lineamientos para el manejo de los distintos riesgos.

La inversión en empresas vinculadas es un aspecto por reglamentar del la Ley 94 de 2000. No obstante, la Superintendencia Bancaria introdujo una definición de vinculación en el régimen de inversiones que se aprobó para los Fondos de Pensiones, mediante la Circular Externa 10 de marzo de 2001.

La legislación colombiana en materia de inversiones de las reservas técnicas de las compañías aseguradoras ha tenido numerosas reformas. Sin embargo, la mayoría de ellas se han llevado a cabo durante la última déca-

da, en gran parte por la necesidad de adaptar la legislación a la liberalización del mercado y a las tendencias internacionales. Analizando la evolución de la legislación de inversión de las reservas técnicas en el tiempo, es posible ver hasta 1996 una paulatina flexibilización en términos de la adición de numerosas opciones de inversión especialmente para las inversiones admisibles. No obstante, como se verá más adelante, esta tendencia se revirtió en parte con el decreto 94 de 2000, en la medida en que el régimen se extendió a la totalidad de las reservas y se eliminaron algunas opciones de inversión. Como se vio, la orientación de esta última reforma está determinada en parte por la situación de crisis y recesión que ha experimentado la economía colombiana durante 1998 y 1999, la cual tuvo un claro impacto negativo sobre el desempeño de las compañías aseguradoras.

A continuación se hace un breve recuento de los antecedentes de la legislación de inversiones para el sector asegurador en Colombia, se presentan las principales conclusiones que surgieron de la evaluación de este régimen que hizo en su momento la Misión del Mercado de Capitales y se analiza la legislación actual.

A. Antecedentes de la legislación (Anexo 1)

En el artículo 18 de la Ley 26 de 1922 se establecieron las normas específicas para la constitución y el manejo de las compañías de seguros. En relación con las inversiones de las compañías, la norma sólo se refería al capital garantía. Las restricciones previstas en la legislación eran pocas debido a que las posibilidades de inversión de la época eran limitadas. Se obligaba a las compañías a invertir hasta el 50% del capital garantía en bienes inmuebles en el país y el 50 % en valores nacionales o cuentas en el Banco de la República. En esta legislación se estableció que las compañías aseguradoras serían reguladas por la Superintendencia Bancaria.

Se exigía el establecimiento de reservas para seguros generales y de vida por separado, pues la legislación establecía que los dos tipos de negocios debían manejarse de manera aislada por su naturaleza diferente. En el caso de los seguros generales, el fondo de reserva consistía en el 40% de las primas netas, entendiéndose éstas como la diferencia entre las primas suscritas y las primas pendientes. Para el caso de los seguros de vida, el fondo de reserva debía ser calculado anualmente por un actuario y no se estipulaban restricciones específicas para las inversiones de dicho fondo.

Con la ley 105 de 1927 se establecieron ciertas restricciones a las inversiones realizadas por las compañías aseguradoras, no sólo a las inversiones de las reservas de riesgo, sino también al capital de las compañías. Las aseguradoras podían invertir en acciones de empresas industriales con más de 5 años de creación que hubieran obtenido utilidades mínimo del 6% anual sobre su capital y reservas y que hubieran cumplido con el pago de capital e intereses de sus deudas por un lapso de cinco años, previo a la compra de las acciones.

Por otra parte, a las aseguradoras se les permitía invertir en bienes raíces pero restringidos a aquellos construidos para el negocio. Los bienes adquiridos por pagos de deudas o hipotecas debían ser enajenados dentro de los cinco años siguientes.

En esta legislación se introdujo la creación de un fondo de reserva legal, además de la reserva para riesgo, el cual consistía en un monto superior o igual al 20% del capital pagado que debía mantener la compañía.

Con el Decreto 1691 de 1960 se hizo explícito que el objetivo de controlar las inversiones realizadas por las compañías aseguradoras era procurar que los activos de la compañía ofrecieran las debidas garantías de seguridad, disponibilidad y liquidez. Además de las inversiones de capital, reservas y fondos permitidas en general, esta legislación estableció opciones de inversión específicas para 35% del capital y las reservas patrimoniales y para 54% de las reservas técnicas, en el caso de los seguros generales. Para el caso de seguros de vida las opciones de inversión específicas aplicaban para 25% del capital y reservas patrimoniales y 61% de las reservas técnicas.

A partir de la Ley 45 de 1990 se creó el primer Plan Único de Cuentas para las empresas aseguradoras y se desmontaron las inversiones forzosas para la totalidad de los intermediarios financieros[10]. En el caso de las compañías de seguros se mantuvieron dos regímenes de inversión: uno para las inversiones denominadas admisibles, correspondientes al 60% de las reservas técnicas y al patrimonio y los fondos en general de las empresas, y otro para las inversiones correspondientes al 40% restante de las reservas técnicas que eran de carácter obligatorio[11].

---

[10] Para el desmonte de las inversiones forzosas se adoptó un mecanismo que redujo aún más su liquidez, pues al vencimiento debían redimirse por nuevos bonos o cédulas. Esto tuvo un impacto negativo sobre los estados financieros de las aseguradoras.

[11] De esta manera, dentro de las inversiones admisibles se manejaba la parte operativa del negocio relacionada con aspectos como los siniestros pendientes.

Con el Decreto 839 de 1991 se reformó el régimen de inversiones para las aseguradoras, se cambiaron algunos límites establecidos y se modificó la metodología de cálculo de las reservas técnicas[12].

El 40% de estas reservas técnicas debía ser invertido de manera obligatoria en las siguientes opciones, en unos porcentajes determinados: títulos de tesorería emitidos por el Gobierno Nacional, títulos de deuda pública de la Nación o del Banco de la República, títulos de deuda pública externa de la Nación, acciones y bonos.

El 60% restante, denominado inversiones admisibles, debía respaldarse con opciones de inversión sujetas a límites globales y límites individuales. Los primeros eran límites máximos de inversión y los últimos límites por emisor. Las opciones de inversión en este caso eran más amplias que las establecidas para el 40% de las reservas técnicas, contemplando rubros como acciones en el exterior, títulos representativos de captaciones de entidades financieras, títulos representativos de créditos hipotecarios, títulos valores, fondos comunes ordinarios y fondos de inversión, cuentas en moneda extranjera, préstamos con garantía de pólizas y con garantía prendaria, y bienes raíces ubicados en Colombia.

En 1996, con el decreto 1916, se dictaron nuevas normas relacionadas con los dos tipos de inversiones con el objeto de ampliar las posibilidades de manejo del portafolio, pero a la vez restringiendo las opciones de inversión por emisor. En términos generales, en la mayoría de inversiones financieras se mantuvieron o aumentaron los límites globales de inversión, con excepción de la inversión en bienes raíces en el caso de las inversiones admisibles cuyo porcentaje se redujo de 20% a 15%, y se introdujeron nuevas posibilidades de inversión tanto en el mercado doméstico como en el internacional. Aunque la legislación claramente buscaba diversificación se tornó excesivamente compleja y detallada.

Con esta reforma al régimen de inversiones del sector asegurador, se evidencia la intención de la autoridad reguladora de mejorar la solvencia de las empresas para garantizar su capacidad de responder a los asegurados. En efecto, estas medidas fueron complementadas, en el caso de las inver-

---

[12] Según esta norma, las reservas técnicas que debían establecer las compañías de seguros, eran: reservas de riesgos en curso, reserva matemática, reserva para siniestros pendientes y reserva de desviación de siniestralidad. Estas reservas siguen siendo vigentes hoy, aunque la forma de calcularlas ha sido modificada desde el momento en que se establecieron.

siones, con la obligatoriedad de calificar algunas inversiones por sociedades nacionales o extranjeras dedicadas a esa actividad y, en el tema específico de solvencia, con el fortalecimiento del patrimonio de las empresas a través de la definición del margen de solvencia en función de las primas y los siniestros. No obstante, estas reformas propiciaron la escisión de varias compañías que buscaban flexibilizar la regulación de sus inversiones.

B. La misión del mercado de capitales

El análisis de la demanda de activos de los inversionistas institucionales en Colombia que se hizo para la misión del mercado de capitales en 1996 identificó varias deficiencias del régimen de inversiones para este tipo de compañías[13].

Para el caso particular de las compañías de seguros, en este trabajo se concluyó que la regulación no era adecuada pues, debido a su especificidad, se mantenía atrasada frente a las posibilidades de inversión que ofrecía el mercado en detrimento del desarrollo del mercado de capitales. Adicionalmente, se mencionó que los topes máximos de inversión no respondían a criterios claros y eran excesivamente complejos. Como además éstos no estaban diseñados de acuerdo con las limitaciones de oferta de algunos activos, tendían a privilegiar las inversiones en papeles oficiales o en instrumentos de renta fija, lo cual tampoco contribuye al desarrollo del mercado de capitales. Igualmente, las empresas manifestaron en esa oportunidad que la estructura de topes dificultaba la diversificación del riesgo y la compensación de plazos, y tampoco consultaba los horizontes de las inversiones ni las necesidades de liquidez de las compañías de seguros que tienen distintos tipos de negocios. En cuanto a las reglas de valoración de activos, se señaló en la Misión que pueden inducir una mayor concentración del portafolio en inversiones de corto plazo porque se castigan los estados financieros por los cambios en la tasas de interés. Asimismo, se destacó el hecho de que la regulación no establecía límites a la concentración de la propiedad accionaria, ni preveía mecanismos para evitar la concentración de riesgos por sectores, así como tampoco exigía algún grado de transabilidad de dichas acciones.

En este contexto, la misión recomendó simplificar al máximo las regulaciones sobre topes de inversión, establecer exigencias mínimas crecientes

---

[13] Véase Lora E. y Salazar, N. (1996).

de inversiones en acciones, apoyar el desarrollo del sistema de calificación de riesgos (pues la regulación definía los límites de inversión por tipo de papel y no de acuerdo con criterios de riesgo, o con los plazos de inversión), y evitar decisiones discrecionales por parte de la Superintendencia Bancaria en la definición de las reglas de valoración de activos.

Como se verá, la reforma realizada en 2000 cubre algunos de los aspectos mencionados, pero los problemas más grandes relacionados con las dificultades para el manejo del portafolio, la concentración en papeles del gobierno, y el hecho de que Colombia tenga un mercado de capitales tan limitado todavía subsisten como críticas.

C. Legislación actual

El Decreto 94 de 2000 elimina los dos regímenes de inversión existentes correspondientes a las inversiones admisibles y al 40% de las reservas técnicas, imponiendo un sólo régimen que aplica para el 100% de las reservas técnicas. De esta manera, la totalidad de las reservas deberá estar respaldada por el régimen de inversiones allí estipulado. El patrimonio y demás fondos de las entidades aseguradoras serán de libre inversión.

En particular, debe mencionarse que el hecho de que la totalidad de la reserva técnica deba estar respaldada por el nuevo régimen de inversiones, impone ciertos costos a las compañías relacionados con la reserva de riesgos en curso, que en el régimen anterior no se generaban. En la medida en que esa reserva corresponde una porción de riesgo derivada de una prima no devengada que se va recibiendo durante el año, tal y como lo establece el Decreto 839 de 1991, la aseguradora se ve obligada a realizar inversiones sobre un monto de recursos que no ha recibido efectivamente.

En general, el análisis de esta nueva reforma y sus proyectos de reglamentación permiten concluir que, por una parte, la legislación trató de privilegiar la transparencia en la medida en que eliminó los dos regímenes de inversión previos y amplió los límites globales de inversión en algunos rubros. No obstante, se observa una tendencia a favorecer las inversiones de tipo financiero sobre aquellas en activos no financieros, con lo cual se elimina una posibilidad de inversión antes permitida. En particular, se eliminó la opción de invertir cualquier porcentaje de las reservas en bienes raíces, en cuentas de participación en proyectos de construcción y en otras inversiones previa autorización de la Superintendencia Bancaria, cuya posibilidad antes existía.

La legislación muestra una clara tendencia a concentrar las inversiones en títulos de renta fija, principalmente del Gobierno, con límites globales superiores a los que se le asignan a los títulos de renta variable. Adicionalmente, esta nueva normatividad trata de enfrentar el problema de las inversiones en empresas de un conglomerado o grupo económico. En efecto, los títulos de renta variable (acciones, bonos convertibles en acciones -boceas-, derechos de suscripción y títulos provenientes de procesos de titularización) tienen un límite de inversión de 50%, siempre y cuando correspondan a títulos emitidos por empresas sin "relación de vinculación"[14] con la empresa aseguradora. De ser así, la inversión en acciones de estas compañías pasa a ser tan sólo del 15% si se trata de empresas del sector real, o del 10% si pertenecen al sector financiero.

Adicionalmente, la nueva legislación hace un uso más intensivo y preciso de las exigencias de calificación de las inversiones al establecer no sólo la necesidad de que algunos títulos o emisores tengan calificaciones de riesgo, sino que los papeles cumplan con criterios de bursatilidad media o alta. De igual manera, los títulos de renta variable emitidos por sociedades en el exterior, deberán ser calificados como "blue chips" o su equivalente.

Por otra parte, el decreto en cuestión amplía los límites globales para la inversión en fondos de 30% a 50%, tanto para fondos nacionales como extranjeros. No obstante, los dos tipos de fondos deberán tener una calificación mínima de A- por parte de una sociedad calificadora autorizada por la Superintendencia Bancaria o reconocida internacionalmente. Además, el proyecto de reglamentación del decreto 94 de 2000[15], establece que para que las inversiones en fondos sean computables, éstos deben tener sus recursos invertidos en el país, excluyendo así a aquellos que tengan algunas inversiones en el extranjero, para lo cual están facultados.

Los diferentes tipos de préstamos que pueden hacer las compañías, anteriormente eran aceptados como parte de las inversiones de reservas técnicas. Los proyectos de reglamentación están encaminados a restringir tanto en límite como en posibilidades esta opción, pues los únicos préstamos que podrán hacer parte de las inversiones de las aseguradoras son aquellos con garantía en las pólizas que se emitan, según el tipo de compañía (se-

---

[14] Es decir, empresas pertenecientes al mismo grupo económico. A la fecha, la Superintendencia estableció una definición formal de "relación de vinculación" para Fondos de Pensiones en la circular externa 10 de marzo de 2001.

[15] El proyecto en mención tiene fecha agosto de 2000.

guros de vida o generales). Las reglamentaciones eliminan la posibilidad de hacer préstamos con otras garantías como la hipotecaria, títulos de la Nación o bonos.

Finalmente, en este nuevo régimen de inversión se introduce el concepto de considerar un porcentaje de los recursos en caja y de los depósitos a la vista en entidades financieras como parte de las inversiones de las reservas técnicas, aspectos que habían sido eliminados desde 1991.

La legislación dio un período de ajuste de las aseguradoras al nuevo régimen de inversiones que se extiende por siete años. En 2000 la inversiones que deben cumplir con la nueva normativa deben corresponder al 45% de las reservas técnicas y este porcentaje debe aumentar en 5 puntos porcentuales hasta llegar a 60% en 2003. A partir de ese año, el incremento debe ser de 10 puntos porcentuales para completar el 100% de las reservas técnicas en 2007.

D. La regulación colombiana en el contexto internacional (Anexo 2)

La comparación de la normatividad en materia de inversión de las reservas técnicas de las compañías de seguros aplicada en distintos países, evidencia una gran diversidad de enfoques así como de restricciones específicas[16].

Existe una amplia gama de activos de inversión, de acuerdo con el nivel de desarrollo de la economía y del mercado de capitales de cada país, así como con el enfoque de la regulación. En términos amplios los activos que componen el portafolio de inversión de todos los países analizados se agrupan en activos financieros y activos no financieros, ofrecidos en el mercado doméstico y en el mercado internacional.

Una de las principales diferencias entre países es el enfoque de la regulación. Incluso podrían distinguirse tres tipos de legislación entre los países analizados. El primero se refiere a una legislación inclinada a tener medidas de tipo prudencial basadas en principios de buen manejo, donde se establecen ciertos límites no muy específicos y se da libertad a las aseguradoras de escoger sus inversiones, asegurando siempre la liquidez y la garantía de las mismas. Tal es el caso de Argentina y México donde, a pesar de existir una lista de los rubros donde deben mantenerse invertidas las reservas técnicas,

---

[16] Para el análisis realizado en esta sección se revisaron las legislaciones de Colombia, Argentina, Chile, México, Estados Unidos, y España, así como las del Estado de New York y de la Unión Europea.

éstos no cuentan con gran cantidad de restricciones específicas e incluso, en el caso de Argentina, no se menciona la existencia de límites por emisor.

El segundo tipo de legislación contempla una amplia gama de posibilidades de inversión, pero se fijan restricciones de una manera bastante detallada. Dentro de este grupo se encuentran la directiva para la legislación de los Estados Unidos, así como aquella para los países de la Comunidad Europea. En esta normatividad pueden encontrarse muchas posibilidades de inversión entre activos financieros y no financieros domésticos y externos, pero se establecen una gran cantidad de condiciones que por lo general no son muy restrictivas para los activos financieros, dado el desarrollo del mercado de capitales de estos países, mientras si lo son para otro tipo de activos no financieros. A pesar de ser taxativas, las condiciones del mercado en esas economías le brindan un margen de maniobra amplio a las aseguradoras para el manejo del portafolio.

El tercer tipo de legislación es el más comúnmente encontrado en América Latina, y es aquel en donde sólo se permiten las inversiones señaladas en la ley. Bajo este esquema, la regulación se caracteriza por establecer una gran cantidad de condiciones para las inversiones (límites globales y específicos), tanto para títulos de renta fija o variable. Solamente se adopta el principio internacionalmente aceptado de que los papeles del gobierno tienen un riesgo nulo.

En países como Chile la legislación sobre control de las inversiones incluye también el patrimonio de riesgo, es decir que no sólo se deben respaldar las reservas técnicas sino también parte del capital de acuerdo al nivel de riesgo que asumen las compañías. En el estado de Nueva York existen legislaciones diferentes para el capital mínimo y las reservas técnicas, aunque también se aplica un control sobre ambos rubros. En contraste, en Colombia son de libre inversión el patrimonio y demás fondos diferentes a las reservas técnicas.

Sin embargo, existen elementos comunes entre los tres tipos de legislación. En los países analizados parece haber consenso en permitir la inversión de las reservas técnicas en títulos emitidos o garantizados por la Nación y en títulos emitidos o aceptados por instituciones financieras. Con excepción de algunos de los países analizados[17], por lo general se permite invertir en

---

[17] En Chile y México se limitan a 40% y 60% las inversiones en títulos emitidos o garantizados por instituciones financieras. Los títulos emitidos o garantizados por la Nación tienen un límite de 50% en Chile.

cualquiera de los dos rubros mencionados hasta el 100% de las reservas técnicas y se establece un control a través de límites por instrumento y por emisor.

Por otra parte, en todos los países se permite la inversión en acciones. Sin embargo, los límites globales y las calificaciones exigidas son muy variadas. Por ejemplo, en Chile y México al igual que en Colombia, se establecen límites especiales a las inversiones en acciones según exista un vínculo entre la aseguradora y la compañía que emite la acción, así como según la calificación de la misma. Para el caso de Chile, las acciones cotizadas en bolsa deberán ser de primera clase, de lo contrario es necesario presentar una cobertura de sus gastos financieros para los últimos tres años superior a la establecida por la Superintendencia de ese país. El total de las inversiones en acciones no deberá sobrepasar el 40% del total de las inversiones, mientras que en Colombia no deberá exceder el 50%. En México se exige que las acciones sean cotizadas en bolsa y se permite hasta un 30% de inversión en este rubro.

En contraste, se encuentra que en los países más desarrollados y con más posibilidades de inversión, los límites son menores así como las calificaciones requeridas. En la Unión Europea, sólo se establece un máximo de 5% de inversión de las reservas técnicas en acciones cuando éstas son de una misma empresa; asimismo, en España no se exige explícitamente la calificación de las acciones. Por su parte, en Estados Unidos específicamente se señala que se autoriza la inversión de hasta 2% de las reservas en acciones preferenciales o garantizadas por instituciones americanas.

La participación en los fondos de inversión parece ser una opción cada vez más aceptada en el manejo del portafolio. En países como Argentina y México no se hace explícita esta posibilidad de inversión, sin embargo, de acuerdo con la orientación de su legislación no se prohibe explícitamente la inversión en estos fondos. En Colombia y en Chile se fijan límites especiales a estas inversiones. En el caso de Colombia, la inversión en fondos no deberá exceder el 50%[18], siempre y cuando los recursos de dichos fondos estén en su totalidad invertidos en el país. En Chile la suma de las inversiones en fondos mutuos y de inversión, no deberá sobrepasar el 10% y la inversión en fondos mutuos individual no deberá superar el 5% de las reservas y el patrimonio técnico. Sin embargo, en Chile y en los demás países no existe ninguna restricción específica sobre el tipo de fondos.

---

[18] A pesar de que este porcentaje es amplio, si aplica la restricción sobre fondos con inversiones en el exterior establecida en el proyecto de decreto reglamentario de agosto de 2000, las posibilidades de inversión en fondos pueden llegar a ser muy limitadas.

En países como México, Estados Unidos y los de la Unión Europea, se hace explícita la posibilidad de invertir en futuros. En Colombia simplemente no se menciona una restricción explícita al respecto, con lo cual se asume que es posible realizar inversiones en este tipo de opciones.

En cuanto a la posibilidad de respaldar las reservas técnicas con saldos de caja y depósitos en bancos, se encuentra que la Unión Europea y Colombia son las únicas legislaciones que introducen este concepto que es ambiguo para considerarlo como una inversión. En Chile, por ejemplo, se hace explícito que éstos se excluyen de las inversiones permitidas para el respaldo de las reservas.

En todos los países analizados se pueden realizar préstamos o créditos de acuerdo con unos límites globales, pero existe una amplia diversidad en la forma de respaldarlos. Entre las garantías que se aceptan se pueden mencionar las hipotecarias, las pólizas, los títulos y las acciones. En el caso de Colombia, la legislación aprobada en 2000 sólo permite los préstamos con garantía de pólizas, eliminando las posibilidades que existían antes para garantía prendaria, hipotecaria y títulos de la Nación o bonos.

Igualmente, en todos los países se autorizan las inversiones en el exterior ya sea en acciones, títulos, fondos, bienes raíces, o en distintas combinaciones de estos activos. En Estados Unidos, las inversiones en el extranjero no deberán exceder el 20% y no más del 10% podrá invertirse en un mismo país. Para el caso de España, la mayoría de las inversiones deben realizarse en activos de cualquier país miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Si se trata de títulos de otros países, se especifican ciertas normas de calificación de dicho país para autorizar la inversión. En contraste, en Colombia no se permiten las inversiones en bienes raíces y, según los proyectos de reglamentación, las inversiones en fondos en el exterior no serán totalmente libres.

En cuanto a la inversión en bienes raíces, en los países analizados, a excepción de Colombia, se permite invertir las reservas técnicas en bienes raíces, bajo ciertos límites. Por lo general se especifica que la tenencia de edificios debe ser sólo para la ubicación del negocio. En Argentina no existe esta restricción y se permite la inversión en bienes raíces para uso propio, edificación, renta o venta. En La Unión Europea puede invertirse en edificación o terreno hasta el 10% de las reservas técnicas, mientras que en Estados Unidos se establece que dichas inversiones deberán generar renta para poder ser contabilizadas como respaldo de las reservas técnicas. Allí se establece que los límites globales son fijados por cada estado. Para el caso de

Nueva York, la inversión en bienes raíces no deberá exceder el 60%. De igual forma, en México se exige que la inversión en bienes raíces genere un producto derivado del arriendo a terceros o que, en caso de ser empleados para uso de la aseguradora, se considere también una renta. El límite de inversión para este país es del 25% de las reservas. En Chile se puede invertir hasta el 30% de las reservas y el patrimonio de riesgo en bienes raíces no habitacionales. En Colombia se eliminó cualquier posibilidad al respecto a partir del decreto 94 de 2000, convirtiéndose en el único país dentro del grupo analizado que no contempla esta opción de inversión.

Según la orientación de la legislación se encuentra un mayor o menor énfasis en el uso de límites o en la exigencia de calificaciones para determinadas inversiones. En general se observa que la tendencia de los países más desarrollados y con una gama más amplia de opciones de inversión, es exigir una mayor calificación de las inversiones con lo cual se garantice que se responderá a los compromisos adquiridos con los asegurados. Por otra parte, en los países en los que la normatividad tiende a ser más restrictiva, aunque sea menos detallada, se observa una mayor concentración en cierto tipo de instrumentos.

En resumen, las diferencias más marcadas entre la legislación colombiana y el grupo de países analizados se concentran en la imposibilidad de invertir en activos no financieros, en general, y en bienes raíces en particular. En cuanto a los activos financieros en Colombia hay más límites específicos para la inversión en acciones que en otros países, se restringen más los préstamos y se privilegian los títulos de deuda pública sobre el resto de opciones. Finalmente, sólo en Colombia y en la Unión Europea se introduce el concepto de caja y depósitos a la vista como una opción de inversión de las reservas en un porcentaje. En los países desarrollados se contabilizan como inversiones las cuentas de participación en proyectos y las inversiones realizadas en empresas subsidiarias, mientras en los países en desarrollo estas opciones no se contemplan (Anexo 3).

3. Comentarios sobre la legislación colombiana

A. Aspectos positivos de la legislación colombiana

El régimen de inversiones para el sector asegurador implementado en 2000, mediante el Decreto 94, recoge algunos de las recomendaciones formuladas en su momento por la Misión del Mercado de Capitales en relación con el

papel que el sector asegurador tiene como inversionista institucional y trata de adecuarse a las tendencias internacionales.

En efecto, la nueva legislación eliminó el doble régimen de inversiones que existía para las reservas, que establecía unas opciones de inversión obligatorias para el 40% de las reservas técnicas y otras denominadas admisibles para el 60% restante. Esta estructura era diferente a la registrada a nivel internacional en donde la regulación aplica para el 100% de las reservas técnicas. La unificación del régimen es un avance en materia de transparencia con claros efectos positivos sobre el regulador y el regulado, si bien hay una etapa de transición que puede ser costosa.

Por otro lado, la legislación trata de prever el desarrollo futuro de nuevas opciones de inversión especialmente de tipo financiero por lo cual ésta se plantea en términos amplios dejando espacio para la reglamentación de aspectos específicos, lo cual le da un cierto grado de flexibilidad y de vigencia que no existía en el pasado. No obstante, como se verá más adelante, ese principio de flexibilidad y vigencia debe tratar de mantenerse en la reglamentación.

Finalmente, los cambios introducidos en la legislación en relación con la eliminación de opciones de inversión en el sector real y con la exigencia de calificaciones y condiciones de bursatilidad para ciertos papeles, indican una preocupación de las autoridades por buscar mayor seguridad en las inversiones o un mejor control del riesgo. Esta tendencia se confirma con la introducción de límites específicos para las inversiones en empresas vinculadas.

Como se vio, la orientación del nuevo régimen de inversión se justifica, en parte, por el desempeño que el sector ha mostrado en los últimos años no sólo en términos del deterioro de la rentabilidad de sus inversiones, sino en la concentración de este problema en las empresas pertenecientes a grupos económicos. No obstante, es un hecho que por esta vía la legislación adquiere un carácter procíclico y puede contribuir a profundizar los problemas del sector especialmente en el corto plazo.

B. Principales problemas de la legislación colombiana

La definición de reserva técnica y el régimen de inversiones

Como se mencionó, bajo el nuevo régimen las compañías de seguros deben realizar inversiones sobre una porción de recursos que no han recibido

efectivamente, como son las primas por cobrar para riesgos no corridos, que tienen su contraparte en la reserva de riesgos en curso. Este aspecto, genera un sobrecosto financiero adicional a las aseguradoras.

Bienes raíces y sector real

Como se mencionó, la eliminación de la finca raíz como opción de inversión de las reservas y las restricciones a las inversiones en acciones del sector real, en particular con empresas vinculadas, son una clara respuesta a las condiciones actuales de la economía. La caída de los precios de los activos, especialmente en el sector de la construcción y en general en los diferentes sectores de la economía, se refleja en la orientación que ha tomado la regulación.

Este hecho se constituye en un problema en la medida en que la regulación está respondiendo a condiciones coyunturales y deja de lado la opción de que en el mediano plazo puedan volver a surgir oportunidades interesantes de inversión en los sectores mencionados. En este contexto, la legislación tiene un cierto grado de inflexibilidad frente a cambios en la coyuntura, lo cual induce a pensar que muy probablemente sería objeto de ajustes una vez la economía recupere su senda de crecimiento. Esta percepción genera varios interrogantes sobre la validez de que las empresas aseguradoras incurran simultáneamente en el costo de respaldar el 100% de sus reservas con ciertas inversiones y de eliminar algunos activos de su portafolio, en un momento en el que, además, el precio de los activos está deprimido.

Adicionalmente, y como se argumenta en mayor detalle en el último capítulo, la imposibilidad de invertir en este tipo de bienes elimina uno de los instrumentos de inversión con los que cuentan las compañías para cubrirse del riesgo de cambios en los precios, a lo cual una parte importante de sus pasivos es altamente sensible.

Concentración en papeles del gobierno

Si bien es cierto que la legislación autoriza a las compañías a invertir en acciones domésticas y externas, y en fondos y en títulos diferentes a los oficiales, las restricciones impuestas en cuanto a la calificación de los títulos y al grado de bursatilidad de las acciones (límites específicos), restringen las opciones de inversión. Este es especialmente cierto si se tiene en cuenta, por una parte, que el mercado de capitales colombiano se caracteriza por ser

pequeño, poco diversificado y por tener un bajo nivel de desarrollo y, por otra parte, que el proceso de calificación de los valores y empresas todavía es incipiente en el país.

En este orden de ideas, es alta la probabilidad de que las compañías concentren sus inversiones en los papeles más ofrecidos en el mercado como son los títulos del Gobierno incluso más allá de lo que establece de por si la legislación, para los cuales adicionalmente no existe límite global a las inversiones. Esto sucederá especialmente para el caso de las inversiones antes consideradas como admisibles, las cuales deberán ser sustituidas por otros activos sujetos a las normas establecidas en la nueva legislación.

Como se verá en detalle en el último capítulo, si bien esta situación genera seguridad en las inversiones, la concentración en bonos y la baja participación de otras inversiones como acciones o inversiones en activos externos, atenta contra la rentabilidad de las empresas y dificulta el manejo de los activos y pasivos y del riesgo. Esto puede llevar a las compañías a operar en forma ineficiente y a ubicarse en un punto subóptimo en cuanto al manejo de su portafolio.

Diversificación, oferta de nuevos productos y crecimiento del sector

La concentración en cierto tipo de activos y las reducidas opciones de inversión, determinadas por el mercado y por las restricciones impuestas por la regulación, pueden llegar a impedir una adecuada diversificación de las inversiones y por tanto una rentabilidad adecuada.

Una baja rentabilidad, sumada al hecho de no contar con muchas alternativas en términos de plazos y tasas para cubrir nuevos pasivos, podrá limitar la oferta de nuevos productos y el desarrollo del sector como un todo. Adicionalmente, y más grave aún, esta situación podría imponer dificultades a las compañías para mantener en el tiempo los niveles mínimos de solvencia requeridos.

Finalmente, la legislación en Colombia para las compañías aseguradoras parece estar más apoyada en la regulación de las inversiones que en una normatividad de tipo integral que ajuste el capital adecuado y la solvencia de acuerdo al riesgo que enfrenta la compañía no sólo por el lado pasivo, sino también por el activo. Este último tipo de regulación permitiría un régimen de inversiones más flexible que se ajustaría por el lado de los requerimientos de capital, de acuerdo al manejo de portafolio que adopte la compañía. Sin embargo, la adopción de una regulación con esta orientación

exige, por una parte, un cambio en los principios que rigen la supervisión en Colombia, a través del cual se le den más responsabilidades a las juntas directivas y a los cuadros gerenciales de las empresas. Como se vio, esta tendencia sólo ha empezado a evidenciarse recientemente en el país con la adopción de la última reglamentación sobre manejo de tesorería. Por otra parte, a juicio de funcionarios de la Superintendencia, antes de implementarlo se deberían fortalecer patrimonialmente aún más las empresas.

Un último aspecto sobre el que aún quedan algunas inquietudes es el relacionado con la conveniencia de que las compañías se vean excesivamente limitadas para invertir en activos de un mismo grupo económico. Esto se explica porque una medida de este tipo, si bien limita la exposición al riesgo, también impide el aprovechamiento de las ventajas que ofrece el flujo de inversiones entre empresas vinculadas y que, en muchos casos, es motor del desarrollo de las mismas.

CAPÍTULO TRES

Comportamiento de las Inversiones de las Compañías de Seguros en Colombia y Costo de Ajuste al Nuevo Régimen

De acuerdo con la Misión de Estudios el Mercado de Capitales (1996), en la década de los ochenta hubo una preferencia por los papeles de renta fija frente a las acciones, debido a la baja rentabilidad de estas últimas. En contraste, durante los noventa las acciones recuperaron importancia dentro del portafolio de las compañías de seguros. Adicionalmente, mientras en los años ochenta los recursos del sector asegurador se dirigían a financiar a la industria y al sector financiero, en los noventa estos sectores fueron desplazados por la construcción, el comercio y el transporte.

A continuación se trata de hacer un análisis retrospectivo de los flujos de inversión de las compañías. Sin embargo, se encontraron numerosas dificultades relacionadas con el hecho de que los diferentes cambios a la legislación de inversiones no se han reflejado de manera simultánea en el Plan Único de Cuentas de las aseguradoras (PUC)[1].

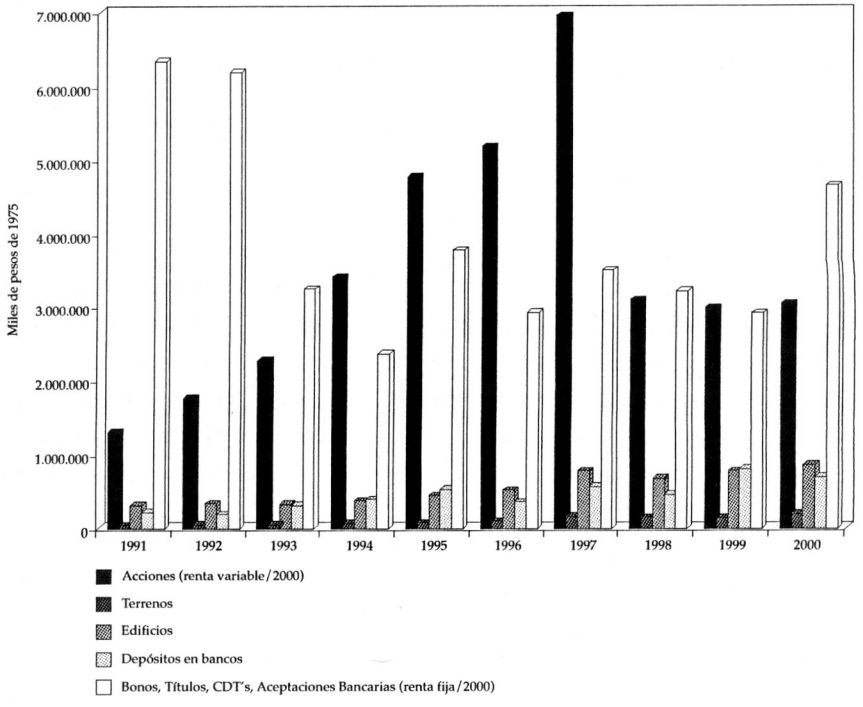
En este sentido, se hizo un esfuerzo por homogeneizar la información existente desde 1990 para hacer un análisis del desempeño de las inversiones de todas las compañías aseguradoras y así identificar los grandes rubros del portafolio durante el tiempo.

Al observar el conjunto de inversiones de las compañías de seguros (Gráfico 1), acorde con las legislaciones respectivas para las inversiones de las reservas técnicas, se puede ver que los principales rubros con los que las

---

[1] La circular 080 de 1992 cambió radicalmente el PUC para las aseguradoras, a raíz de su unificación con el PUC para las capitalizadoras y demás inversionistas institucionales. Sin embargo, la legislación para cada una de estas entidades ha sido reformada de manera independiente, por lo cual se encuentran ciertas inconsistencias. Adicionalmente, no es fácil hacer un seguimiento detallado de las inversiones de las compañías pues el PUC contiene una agregación bastante amplia de los títulos, bien sea por emisor o por clase de título. La información específica de estos títulos se recopila en unos formatos que deben diligenciar las compañías con el fin de informar a la Superintendencia el detalle de sus inversiones. La complejidad que implica el registro de esta información se presta para que las compañías manejen un cierto nivel de discrecionalidad en la presentación de su información, lo cual dificulta análisis de tipo general.

Gráfico 1. Principales Rubros de Inversión 1991-2000



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

compañías han respaldado sus reservas son títulos y bonos que representaban 39% del total de las inversiones en 1991, acciones, que llegaron a significar el 34% de las inversiones requeridas como respaldo a las reservas técnicas en 1999, depósitos en bancos y bienes raíces, cuya participación promedio en las inversiones de 1991 a 2000 fue de 5%.

Hasta 1997 las acciones fueron ganando participación dentro del portafolio de inversiones frente a otras opciones como bonos, títulos y aceptaciones bancarias. A partir de ese año se observa una fuerte caída en el valor de las acciones mantenidas en el portafolio para situarse al mismo nivel del rubro bonos, títulos y CDTs, el cual finalmente terminó superando a las acciones en 2000.

Por otra parte, las inversiones en bienes raíces, terrenos y edificios, fueron ganando participación dentro del portafolio a lo largo de la década. Sin embargo, el valor de éstas con respecto al total invertido sigue siendo

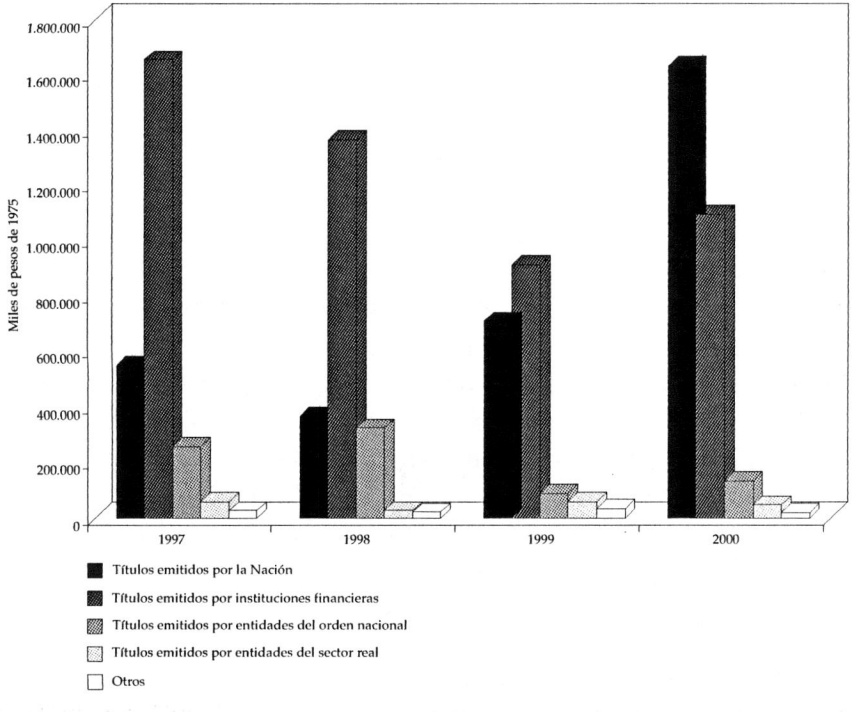
muy poco significativo frente a las inversiones financieras. La participación de los bienes raíces dentro de las inversiones pasó de ser 2.15% en 1991 a 8% en el 2000, mientras que aquella de las inversiones financieras (excluyendo las acciones) tuvo un nivel promedio de 29% durante el período analizado.

La pérdida de participación de los bonos y títulos en el portafolio se debe en buena medida a la eliminación de la inversiones forzosas en Bonos Forestales y en Títulos del Instituto de Crédito Territorial, prevista en la ley 45 de 1990. Al desmontarse dichas inversiones se estipuló un plazo de transición, por lo que a partir de 1993 las inversiones en títulos se redujeron.

Observando la evolución de la inversión en estos títulos a nivel desagregado para los últimos años (Gráfico 2), podemos ver que los CDT's han ido perdiendo participación, a medida que los títulos del gobierno y el Banco de la República han tomado mayor fuerza especialmente en los últimos años.

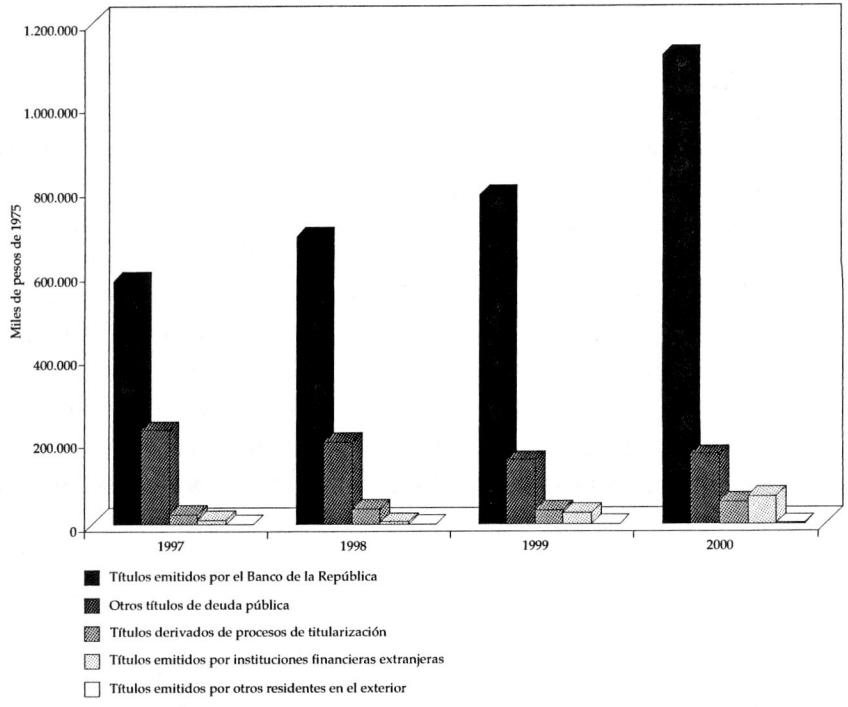
Esto se explica en parte porque en 1996 se ampliaron los porcentajes de inversión permitidos en títulos emitidos o garantizados por la nación o por el

Gráfico 2. Inversión en Títulos Desagregada



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

Gráfico 2. *(Continuación)* Inversión en Títulos Desagregada



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

Banco de la República, en títulos de deuda pública interna y en otros títulos de renta fija de alta seguridad y liquidez, lo cual estimuló el marcado crecimiento de estos rubros de inversión durante la segunda mitad de la década.

El dinamismo que mostraron las acciones hasta 1997 se debió en parte al bajo nivel que registraron las tasas de interés en ese período, frente a la rentabilidad que mostraron este tipo de papeles. En efecto, en 1997 se dio un aumento del 101.2% de las inversiones negociables de renta variable, lo cual coincidió con un incremento de 73.6% en los rendimientos de las inversiones con respecto al año anterior. Las utilidades generadas por el sector aumentaron considerablemente, aunque esto se debió en particular al excelente desempeño de algunas compañías específicas[2].

---

[2] Por ejemplo, Generali presentó un crecimiento de las utilidades de 1.688%, mientras que el de Colpatria fue de 350%.

Al analizar el comportamiento de las inversiones de las aseguradoras teniendo en cuenta su pertenencia a grupos económicos, se observa una marcada diferencia en la composición de los portafolios en cada caso. Tomando el año de 1997, se encuentra una participación mucho más elevada de las acciones y de los préstamos con garantía prendaria en el portafolio de inversiones de las compañías que pertenecen a un grupo, mientras que en las individuales las inversiones se concentran en su mayoría en títulos de renta fija, seguidas por acciones y edificios (Gráfico 3).

No obstante, las aseguradoras pertenecientes a grupos económicos muestran una caída en la participación de las acciones en su portafolio entre 1995 y 2000, mientras que hubo un incremento en títulos de renta variable en las compañías independientes en 2000 (Gráfico 4).

Otra característica interesante de las inversiones en rubros como derechos de recompra, cuentas de participación en proyectos y préstamos con garantía prendaria, es que casi totalidad es realizada por compañías pertenecientes a grupos económicos (Gráfico 5). Los préstamos con garantía prendaria eran un recurso bastante utilizado por las compañías de grupos, dada la facilidad de prestar dinero entre entidades del mismo grupo. Sin embargo, a partir del nuevo régimen de inversiones establecido en 2000, esta ya no podrá ser una opción con la cual se respalden las reservas técnicas[3].

Analizando la evolución de las inversiones en bienes raíces (edificios y terrenos) del sector, se observa una tendencia creciente de este rubro durante la primera mitad de la década con una aceleración del crecimiento a partir de 1996 especialmente en las inversiones en edificios (Gráfico 6). Este aumento puede explicarse por la valorización que presentaron los activos en la primera mitad de los noventa, estimulando la adquisición de edificios, especialmente por parte de las compañías pertenecientes a grupos económicos, en busca de un buen rendimiento.

Adicionalmente, las condiciones del mercado en estos años eran favorables para que aquellas empresas que no lo habían hecho, adquirieran edificaciones para el establecimiento de su negocio.

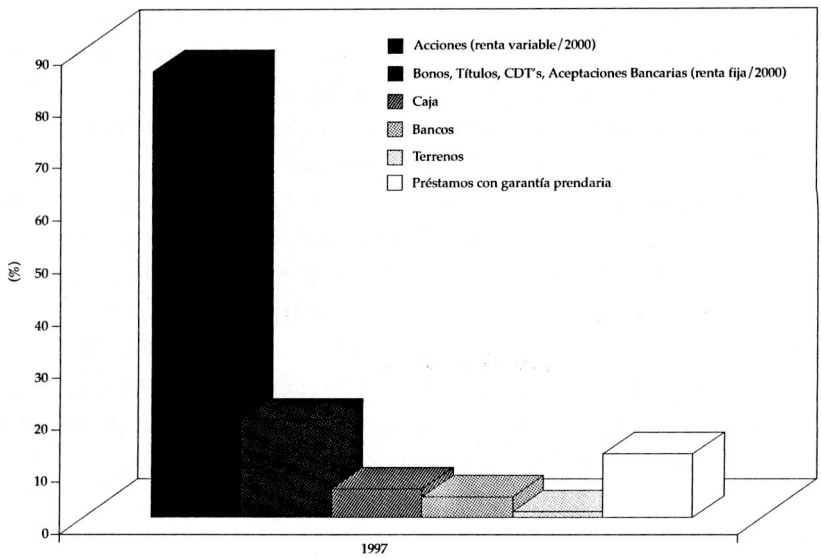
Como resultado de lo anterior, el stock de bienes inmuebles de las compañías aseguradoras al finalizar 2000 ascendió en el caso de las compañías de seguros generales a 135 mil millones de pesos, lo cual representa el 8% del total de inversiones.

---

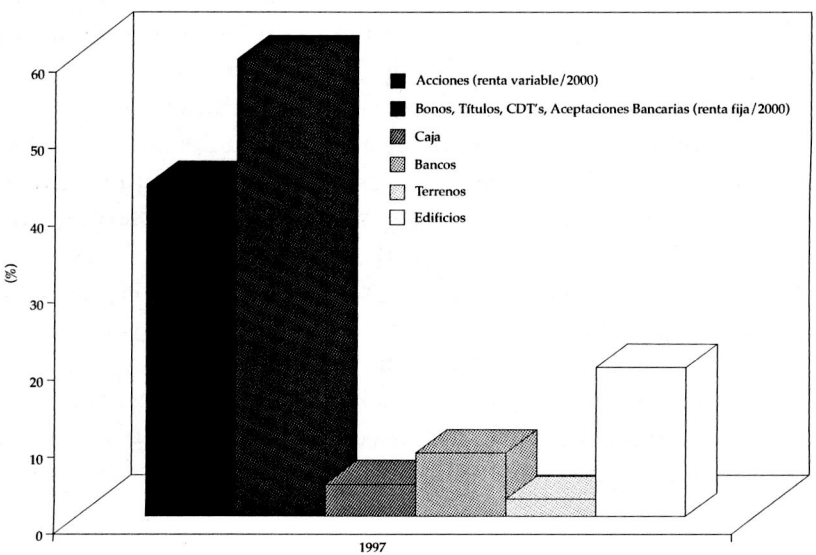
[3] En la nueva legislación sólo se permiten los préstamos con garantía de pólizas.

Gráfico 3. Composición Portafolio Empresas de Grupos y no Grupo

Grupos

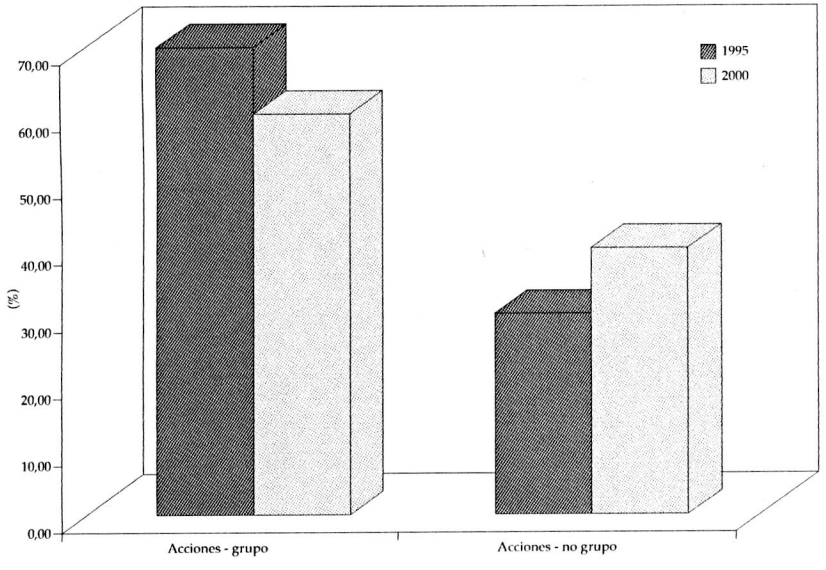


No grupos



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

Gráfico 4. Participación de Acciones



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

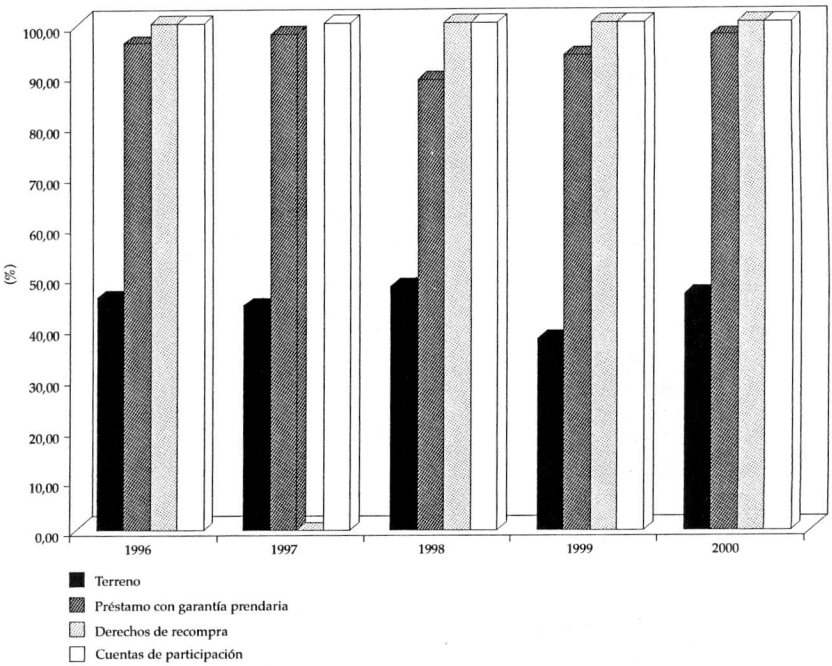
Según el decreto 94 de 2000, las compañías aseguradoras no podrán contabilizar como respaldo del 100% de sus reservas técnicas ninguna inversión hecha en bienes raíces. Este es uno de los cambios que deberá efectuarse dentro del plazo de ajuste previsto en el mencionado decreto, que contempla que en 2007 el 100% de las reservas técnicas quede respaldado por el nuevo régimen de inversiones.

Lo anterior sugiere que las compañías aseguradoras tendrán que hacer un esfuerzo importante para ajustarse a esta nueva norma en una coyuntura poca propicia y favorable para la venta de activos inmobiliarios, lo cual puede resultar en una pérdida considerable por el bajo nivel de los precios de este tipo de activos.

Otro conjunto de activos que también fue restringido de manera específica más que global con la nueva legislación es el de las inversiones en títulos de renta variable. Por una parte, las acciones que se cotizan en bolsa deben cumplir con determinados requisitos de bursatilidad[4]. Por otra parte, la legislación

[4] Estas exigencias se hacen para los títulos de renta variable emitidos en el país por el sector real sin vinculación, con vinculación y los emitidos por el sector financiero con vinculación.

Gráfico 5. Grandes Inversiones de las Aseguradoras Pertenecientes a Grupos Económicos



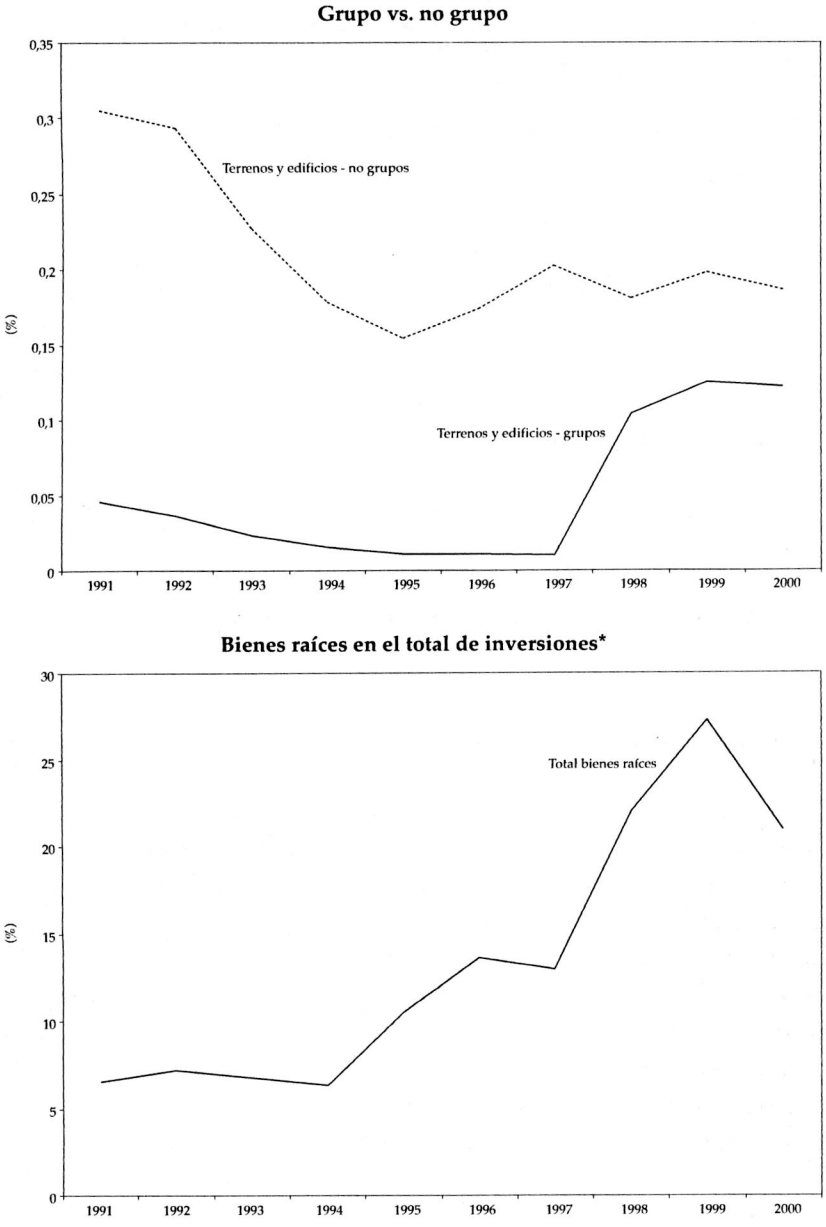
Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

prevé un tratamiento más estricto de las inversiones en empresas vinculadas que el que se tenía hasta ahora, como se mencionó en el Capítulo II.

Estos elementos someten a las compañías a un proceso de ajuste de sus inversiones en acciones con un costo que puede ser alto si se tiene en cuenta el limitado grupo de papeles que cumple con condiciones de bursatilidad alta y media en el país (ver Anexo 4), según lo que exige la ley, y el stock de acciones que posee el sector en la actualidad (Gráfico 7). Adicionalmente, gran parte de las inversiones de las aseguradoras en acciones corresponden a acciones del sector real que no son cotizadas en bolsa, como las de empresas constructoras.

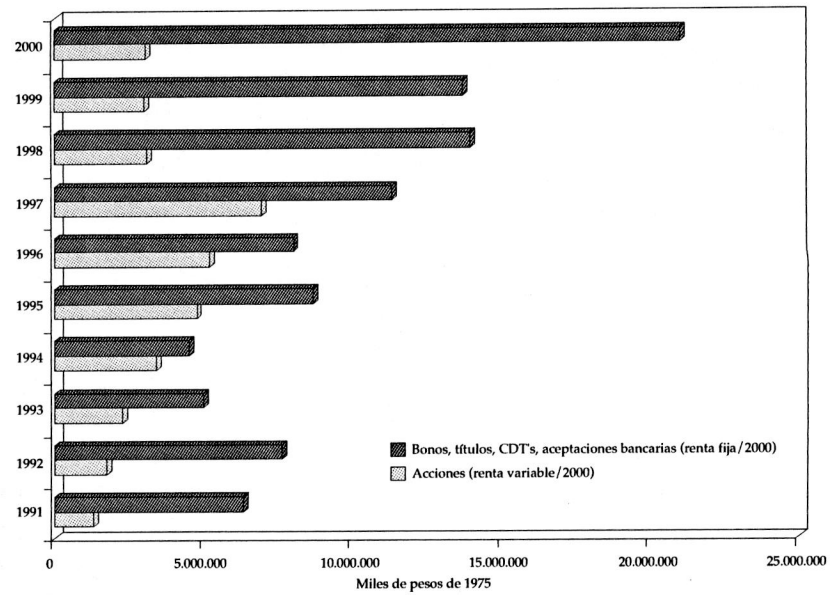
Por otra parte, la política para vinculados puede hacer más costoso el proceso de ajuste para las empresas pertenecientes a grupos que, como ya se mencionó, son las que tienen más inversiones en acciones dentro de su portafolio.

Gráfico 6. Participación de Bienes Raíces en Inversiones



* Las inversiones usadas corresponden a las inversiones totales para el período 1991-1994 y las inversiones consideradas como respaldo por la Superintendencia Bancaria para el período 1995-2000.
Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

Gráfico 7. Evolución de acciones y Títulos



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Superintendencia Bancaria.

Adicionalmente, el nuevo régimen de inversión establece calificaciones de riesgo más exigentes para los bonos, títulos, depósitos a la vista, fondos de valores y sus participaciones, tanto domésticos como extranjeros, lo cual tiene un impacto sobre el rubro que hoy en día tiene la mayor participación dentro del portafolio de las compañías (35%). Dada la limitada oferta de títulos que hay en Colombia con las calificaciones exigidas es probable que el ajuste de las inversiones a los nuevos requerimientos conduzca a una concentración todavía mayor en títulos del gobierno.

En todos los casos mencionados, aunque especialmente en bienes raíces y acciones, las empresas aseguradoras tendrán que hacer un esfuerzo importante probablemente no exento de costos. Este costo parece más alto especialmente en las empresas pertenecientes a grupos económicos dada la alta concentración de su portafolio en acciones (de entidades vinculadas), préstamos con garantía prendaria, cuentas de participación en proyectos y bienes raíces.

Las compañías de seguros tienen dos caminos para poder cumplir con el plazo de ajuste de 7 años previsto en el decreto 94 de 2000. El primero consiste en sustituir las inversiones no permitidas por títulos de renta fija, como

lo promueve la ley. El segundo es conservar las inversiones en bienes raíces y acciones no calificadas como parte de sus inversiones libres[5] y hacer uso de otras fuentes para respaldar sus reservas técnicas con inversiones en los rubros autorizados. No obstante, esto implicaría en muchos casos acudir al endeudamiento al finalizar el período para cumplir con lo previsto por la Superintendencia Bancaria, lo cual iría en contravía del objetivo de la ley de promover una mayor solvencia.

Las condiciones económicas actuales del país no hacen fácil la venta de los edificios y terrenos, sin contar con que algunas empresas no estarían interesadas en venderlos pues el arriendo de estos bienes les representa una fuente de ingresos. Tampoco es fácil sustituir en el portafolio buena parte de las acciones pues estas han perdido valor en la coyuntura actual y especialmente las de las empresas constructoras, en cuyo caso su venta podría ocasionar una gran pérdida para las aseguradoras.

En resumen, la dificultad y los costos de este proceso de ajuste van a depender de la reglamentación que se haga de la ley por ejemplo en materia de vinculados, del desarrollo del mercado de capitales pero en particular del desempeño de la economía hacia el futuro. Es de esperar que con una recuperación de la actividad económica se corrija el proceso de desvalorización de los activos en general y, especialmente, del sector de la construcción lo cual justificaría que se incluyera nuevamente dentro de las opciones de inversión, si bien con ciertas restricciones como está previsto en la legislación internacional.

---

[5] Las inversiones libres corresponden a la inversión del patrimonio y demás fondos diferentes a las reservas técnicas.

CAPÍTULO CUATRO

Efectos de la Regulación de las Inversiones sobre el Desempeño de las Compañías de Seguros

1. Los tipos de regulación

COMO SE DIJO en el primer capítulo, para el logro de un manejo prudente de los portafolios, la literatura identifica dos vías o tendencias radicalmente diferentes: la regulación basada en el supuesto de prudencia de los inversores y los regímenes sustentados en la restricción cuantitativa (Davis, 2001).

El primer camino denominado la regla de persona prudente, RPP, se centra en el comportamiento de los inversionistas y en el proceso de llevar a cabo las inversiones, más que en el resultado de las mismas. El regulador se interesa por los principios que han regido la elección de las inversiones, por la conducta de quienes manejan los activos y por el proceso de toma de decisiones. En este sentido, más que concentrarse en reglas externas, la regulación se basa en información sobre el manejo de las compañías y en los controles a la misma, siempre bajo el principio de la confianza.

Bajo este esquema, se permite que el mercado libre opere a través del proceso de inversión, aunque con normas paralelas de solvencia y bajo el reconocimiento de que hay activos adecuados y niveles de riesgo apropiados. Además, detrás del buen manejo de las inversiones existe la presunción explícita o implícita de que la diversificación de las inversiones es un factor clave de la prudencia. Por esta razón, la RPP está acompañada de una amplia diversificación de los activos y de la conciliación entre activos y pasivos, derivada, en algunos casos, de la aplicación de técnicas de manejo de activos y pasivos como el Asset Liability Management, ALM.

En el otro extremo se ubica la regulación denominada en la literatura "regulación cuantitativa de portafolio", la cual restringe las opciones de activos en los que una compañía puede invertir, impone límites cuantitativos sobre la adquisición de una clase de activo en particular (límites globales), o incluso restringe el tipo de emisor o las características que deben cumplir esos activos (límites específicos). Puede llegar además a establecerse que el riesgo global no debe sobrepasar cierto nivel. En general, se restringe la po-

sesión de activos con rendimientos volátiles, liquidez baja y riesgo crediticio alto, dentro de los cuales se encuentran las acciones, las participaciones en capital y propiedad, los activos externos -incluso si la tasa de rendimiento es elevada-, y las inversiones en finca raíz.

En el mundo, sin embargo, la regulación no es exclusivamente de uno u otro tipo y nunca se ubica en uno de los dos extremos. Más bien, las regulaciones de los países combinan elementos de los dos esquemas. Las RPP típicamente están acompañadas de algunas restricciones cuantitativas en las inversiones; asimismo, la regulación basada en restricciones de los activos también introduce en sus leyes de inversión conceptos de maximización de la seguridad y de la rentabilidad.

En cualquier caso, lo que evidencia la literatura sobre el tema es que el tipo de regulación que adopten los países en materia de inversiones es un factor que incide en el desarrollo de los inversionistas institucionales -entre ellos las compañías aseguradoras-, ya que define las posibilidades de crecimiento, la diversificación de productos, la rentabilidad y la solidez.

Los inversionistas institucionales utilizan diferentes técnicas de manejo de su portafolio en un esfuerzo por operar en forma rentable y eficiente. Combinan estrategias para reducir el riesgo general del portafolio y los riesgos particulares de los activos y pasivos, procurando a la vez maximizar el rendimiento. Las utilidades de una compañía dependen del manejo de los activos y de la capacidad de generar ganancias con ellos de forma que éstas sean superiores a los costos de atender los pasivos. Y es precisamente en este proceso de manejo del portafolio de inversiones en el que puede interferir la regulación. Si bien ésta puede reducir su exposición al riesgo y garantizar un mayor respaldo de las obligaciones para con los clientes, también puede llevar a las compañías a operar en forma diferente a la que lo harían en ausencia de normas externas.

En general, diferentes estudios han encontrado que la rentabilidad de las compañías es menor bajo regímenes de inversión con restricciones cuantitativas que bajo esquemas más flexibles, lo cual se deriva del hecho de que las restricciones impuestas por los reguladores impiden un manejo óptimo y eficiente del portafolio, y se traducen en una menor rentabilidad (Davis, 2001)[1] y (Lora y Salazar 1996)[2].

2. El manejo eficiente del portafolio

Las compañías[3] deben manejar activamente el portafolio de inversiones para limitar la exposición de la institución a los riesgos del mercado al

tiempo que obtener un adecuado retorno del capital en un monto que no ponga en peligro la solvencia de la compañía, que permita el crecimiento de la misma y el desarrollo de nuevos productos[4]. La regulación, si bien puede ayudar a que los portafolios estén cubiertos de la alta sensibilidad del capital a cambios en el valor de los activos y / o de los pasivos, no necesariamente asegura una adecuada rentabilidad.

A través del manejo y asignación del portafolio, las compañías buscan alcanzar un intercambio (*trade-off*) óptimo entre el riesgo y el rendimiento. El objetivo es diversificar sus inversiones y lograr una combinación de activos que ubique a cada firma en la frontera de portafolios eficientes, que es aquella donde no es posible aumentar el rendimiento sin a la vez aumentar el riesgo. El punto escogido dentro de la frontera depende de los objetivos de la firma en materia de rentabilidad, de sus preferencias, de su aversión al riesgo, pero también de las restricciones que enfrenta.

Estas restricciones incluyen la liquidez, el horizonte de inversión, la sensibilidad a la inflación, tasa de interés y tasa de cambio, la regulación, los impuestos y algunas consideraciones contables, entre los factores más importantes. La mayoría de estas restricciones están ligadas a la naturaleza de los pasivos pero también están asociadas a los riesgos de los activos.

La naturaleza de los pasivos de una compañía de seguros es el factor determinante para el manejo de las inversiones, ya que estas últimas deben garantizar un adecuado respaldo y el cubrimiento de los riesgos. Los pasivos pueden diferir en aspectos como el nivel de certidumbre y la temporalidad[5], y estas características determinan el tipo de activos en los que se debe invertir.

---

1 Davis (2001) encuentra, para una muestra de países de la OCDE, que resultan más favorables para los inversionistas institucionales las reglas de persona prudente o una regulación de inversiones más flexible, que la regulación basada en restricciones cuantitativas. El efecto de las restricciones es más negativo en el caso de los fondos de pensiones, pero también afecta al sector asegurador, especialmente en países desarrollados.

2 Para el caso de Colombia, Lora y Salazar (1996) encuentran que la rentabilidad para los inversionistas institucionales se vio vulnerada con la imposición de nuevas normas en 1995 en materia de valoración de activos y por la imposición de límites sobre rentabilidad mínima o liquidez mínima a algunos tipos de inversionistas como los fondos de pensiones y cesantías.

3 La siguiente sección se refiere al manejo del portafolio de los inversionistas institucionales, con énfasis en las compañías de seguros.

4 Deben lograr un excedente de los activos frente a los pasivos.

5 Pueden involucrar una temporalidad conocida como en el caso de los depósitos, una desconocida como en los seguros de personas, o incluso temporalidad y cantidades inciertas como las involucradas en los seguros generales.

En el caso particular de las compañías de seguros, los pasivos están determinados por los productos que venden, que en términos generales se dividen en seguros de personas (que incluyen seguros de vida, salud, rentas vitalicias, invalidez, y riesgos profesionales) y seguros generales o patrimoniales (que incluye seguros a la propiedad, como los de robo e incendio, y pólizas de cumplimiento). La inversión de las reservas técnicas debe estar estrechamente relacionada con las características del riesgo de dichos ramos de seguros, las cuales se derivan a su turno de las garantías implícitas y explícitas asociadas a los contratos que se han vendido[6]. Al mismo tiempo, el desarrollo de cualquier producto debe considerar la necesidad de conciliar activos con pasivos para el portafolio como un todo.

Para lograr lo anterior, las compañías construyen un portafolio de inversiones diversificado. Por ejemplo, los pasivos a tasas fijas tienen como contraparte inversiones a tasas de largo plazo; los pasivos que surgen del pago anticipado de las pólizas y de los préstamos sobre las pólizas se cubren con activos líquidos; y los pasivos a tasas variables tienen como contraparte inversiones en acciones, finca raíz y activos en el exterior, que evitan el riesgo inflacionario y ofrecen un rendimiento real positivo. Adicionalmente las aseguradoras utilizan opciones de futuros o derivados como mecanismos para cubrirse de riesgos como el cambiario.

En la selección de los activos intervienen decisiones de largo plazo sobre la totalidad del portafolio (asignación "estratégica"), y ajustes de corto plazo relacionados con la rentabilidad (asignación "táctica"). En cualquiera de los dos casos, interviene la selección de cada clase de activos individuales.

Para lograr una asignación eficiente de los activos, combinando la asignación táctica con la estratégica, las compañías utilizan diferentes técnicas para el manejo del portafolio.

En primer lugar, el "Manejo de Activos y Pasivos" o "Asset Liability Management", ALM, es una técnica en la que básicamente se tiene en cuenta la naturaleza de los pasivos y se mantiene un balance entre activos y pasivos. Esto se hace a través de la conformación de un portafolio en el cual, a nivel global, se igualen los riesgos y la duración de los activos y pasivos.

---

[6] Los activos deben ser lo suficientemente amplios y flexibles para adaptarse a los pasivos. Por esa razón, en el caso de las compañías de seguros se diferencian los pasivos correspondientes a los seguros de personas de los de seguros generales, cuyo riesgo y duración son diferentes, y se adecuan los activos a las características particulares de cada uno.

Sin embargo, las características de los activos individuales pueden diferir de aquellas de los pasivos.

En segundo lugar, se utiliza la llamada "inmunización", en la cual se va ajustando la duración de los activos a aquella de los pasivos con el fin de mantener una posición enteramente fuera de riesgo, especialmente de tasa de interés. Un caso particular de la inmunización es la "conciliación" o "matching", donde los activos replican exactamente la liquidez de los pasivos.

En tercer lugar, con el "shortfall risk" o aseguramiento del portafolio, se trata de evitar que movimientos hacia abajo en los precios pongan en riesgo los límites mínimos de solvencia. En esta técnica el inversionista maximiza el rendimiento del portafolio, sujeto a una probabilidad de que ocurra una pérdida.

Con la aplicación de estas técnicas las compañías buscan garantizar un adecuado manejo del riesgo y asegurar las condiciones de solvencia, combinando las dirigidas al manejo del portafolio global como ALM, con las de prevención de caída en los precios "shortfall risk". También se utilicen la "inmunización" y la "conciliación" para cubrirse de diferentes tipos de riesgo (tasas de interés, liquidez).

Además de estas técnicas, se adoptan otras estrategias para cubrirse de los riesgos de mercado inherentes a los pasivos y activos: crediticio[7], tasa de interés[8], liquidez[9], riesgo cambiario[10] y riesgo de inflación[11], entre los más importantes.

---

7 El riesgo crediticio está asociado a fallas en el pago por parte de los deudores a la institución. En el caso de las compañías de seguros este riesgo afecta el balance especialmente por el lado de los activos, y está relacionado con la calidad del crédito entre los emisores de los títulos en los que invierten. El deterioro de las condiciones del deudor resulta en una pérdida en el valor de las inversiones ya que su recuperación puede ser insuficiente frente a la inversión inicial más los intereses, y/o en una caída en el valor de los activos que debe sustraerse al patrimonio para obtener el nuevo valor real del mismo.

8 El riesgo de tasa de interés está relacionado con los cambios en el valor de los activos financieros o en los pasivos ocasionado por movimientos en la tasa de interés. Este riesgo surge cuando, frente a un aumento en las tasas de interés, el valor del portafolio de pasivos crece más rápido que el valor de mercado de los activos, o bien cuando decrece más lentamente que el valor de los activos si las tasas caen.

9 El riesgo de liquidez está asociado a una inesperada necesidad de recursos que restringe la capacidad financiera de las compañías. La restricción es más severa cuando los activos financieros no son suficientemente líquidos y cuando es necesario vender activos a precios de venta inferiores, incurriendo en una pérdida.

10 El riesgo cambiario afecta activos y pasivos, y está relacionado con el cambio en el valor del patrimonio derivado de variaciones en el nivel de tasa de cambio.

11 Principalmente afecta los rendimientos reales que el inversionista garantiza en los productos vendidos.

Para cubrirse del riesgo crediticio, las compañías pueden diversificar las inversiones en activos, en particular entre los que tienen mayor riesgo de no pago, invertir en diferentes sectores o en instrumentos con distintas calificaciones, mantener reservas para este fin, tener una exposición limitada o invertir una proporción pequeña en activos que involucren un alto riesgo crediticio, o finalmente trasladar el riesgo a los pasivos, es decir ofrecer productos que incorporen este riesgo.

Para manejar el riesgo de tasa de interés se adoptan técnicas que permitan que los cambios en el valor de los activos, ocasionados por movimientos en las tasas de interés, sean compensados por los cambios en el valor presente de los pasivos, no importa la dirección de los cambios en la tasa de interés. Se busca lograr una situación de neutralidad entre activos y pasivos o "inmunizar" el patrimonio de los efectos de los movimientos de las tasas de interés. Adicionalmente se utiliza el manejo de activos y pasivos o ALM, dado que la tasa de interés afecta el valor de un instrumento financiero individual, pero también afecta el valor total del portafolio de instrumentos, ya sean activos o pasivos. Es importante mencionar que el éxito del cubrimiento de este riesgo depende de que el portafolio de activos y la mezcla de pasivos pueda ajustarse regularmente para adaptarse a cambios en las tasas de interés.

Para cubrirse del riesgo de liquidez, las compañías mantienen posiciones líquidas que permitan responder a las necesidades de recursos sin tener que liquidar activos a pérdida, dada su naturaleza ilíquida.

Para evitar la exposición al riego cambiario, se concilian los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, o bien se hacen operaciones de swap o contratos de futuros.

Para la evaluación del riesgo total del portafolio y el cubrimiento respectivo, las compañías pueden acudir a una técnica conocida como Valor del Riesgo o "Value at Risk", VaR, la cual pretende medir la pérdida potencial de la exposición al riesgo bajo condiciones adversas. En la práctica, se trata de conciliar la probabilidad de que un evento ocurra con la magnitud del movimiento adverso. El VaR puede calcularse para un activo individual, o para un portafolio de activos. En general, se mide para el portafolio global sujeto al riesgo de mercado[12].

---

[12] La ventaja de esta técnica es que permite obtener un valor único del nivel de riesgo. Permite combinar múltiples tipos de riesgo en una sola medida: el riesgo cambiario puede combinarse con el de tasa de interés, crediticio y liquidez para obtener una medida de la exposición total al riesgo (Santomero, A. y Babbel, D., 2001, capítulo 5 pp. 609).

Como se vio, existe una multiplicidad de métodos que las compañía pueden adoptar para manejar el riesgo y lograr un rendimiento tal que ubique el portafolio en un punto óptimo. No obstante, este proceso se puede ver vulnerado por el tipo de regulación que adopten los países, en la medida en que puede restringir las opciones de inversión que conducen a la eficiencia.

3. Efectos de la regulación en el manejo del portafolio

La regulación tienen efectos importantes en las decisiones de inversión de los inversionistas institucionales en la medida en que afecta el manejo de su portafolio, de la rentabilidad y por ende su crecimiento y desarrollo. Davis (2001) encuentra que, para el caso de las compañías de seguros y fondos de pensiones, los países o sectores que operan bajo la regulación con reglas de persona prudente tienen retornos más altos que aquellos con restricciones cuantitativas.

La literatura internacional argumenta, además, que una diversificación de las inversiones basada en normas de persona prudente y sumada a reglas sobre los niveles de solvencia y de requerimientos de capital, pueden ser suficientes para proteger a los beneficiarios sin necesidad de imponer excesivas restricciones sobre los activos. Esto es especialmente relevante para el diseño de políticas de largo plazo, en particular cuando las compañías han corregido los descalces entre activos y pasivos, y cuando han empezado a adoptar técnicas apropiadas para el manejo de su portafolio (ALM).

En cuanto a las compañías de seguros, existen argumentos a favor de las restricciones cuantitativas de portafolio, especialmente cuando los pasivos se establecen a tasas fijas. En estos casos, es necesario que posean activos de igual duración y con un alto grado de liquidez, lo cual justifica una alta proporción de bonos en el stock de inversiones de las reservas técnicas. Por su parte, las reglas de persona prudente pueden ser más apropiadas entre más competitivo sea el sector, y entre mayor sea la porción de productos a tasas variables frente a los de tasas fijas. Pero incluso, para estos últimos, el autorizar el uso de instrumentos más sofisticados del mercado como derivados, puede permitir un mejor cubrimiento de los riesgos y mayor eficiencia.

Es comúnmente aceptado, en términos más generales, que en un mercado de seguros competitivo con firmas que buscan aumentar las tasas de retornos de sus activos financieros para desarrollar nuevos productos y competir

con alternativas[13], se requiere de un conjunto de opciones más amplio y flexible que el que generalmente permite la regulación cuantitativa[14].

No obstante, la regulación basada en restricciones cuantitativas es necesaria y justificada en algunos casos dependiendo de las características de desarrollo de los países y de los sectores en particular, de la volatilidad de las variables macroeconómicas y la exposición al riesgo, y del tamaño y dinamismo del mercado de capitales, entre otros aspectos.

Influyen también en forma importante aspectos institucionales como el grado de preparación o la experiencia en el manejo de los activos de las compañías reguladas, y la calidad de los controles internos, de la autoregulación y de las estructuras administrativas. Por el lado del regulador, también son fundamentales aspectos como la experiencia de las autoridades regulatorias y la calidad de la labor de supervisión.

La inexperiencia por parte de los regulados y de los reguladores operando en esquemas normativos abiertos puede resultar en un manejo equivocado de la flexibilidad, con efectos graves para el sector. Lo mismo sucede si no hay un alto grado de transparencia en las instituciones en cuanto a la información y a los procesos de toma de decisiones, o si la labor de supervisión es deficiente[15].

En cualquier caso, las recomendaciones internacionales insisten en que las restricciones cuantitativas a las inversiones no son el mejor camino en el largo plazo, a pesar de ser deseables en el corto plazo bajo circunstancias específicas de los países. El aumento gradual de los activos autorizados en el régimen de inversiones de los inversionistas institucionales da un tiempo para una mejor preparación de los regulados y de los reguladores, y para que se desarrollen regímenes de inversión más sofisticados que se adapten a las necesidades de los inversionistas.

Adicionalmente, dada la ausencia de una larga tradición de las inversiones institucionales, éstas deben pasar por un esquema regulatorio estricto que

---

[13] Con fondos mutuos, por ejemplo.

[14] Esto incluye aspectos como poder tomar ventajas de la diversificación del riesgo ofrecida por las inversiones internacionales, o reducir los costos del manejo de los riesgos tradicionales de liquidez a través del uso de derivados.

[15] Otra justificación surge del hecho de que los gobiernos usan este tipo de regulación para evitar futuros bail-outs derivados de un manejo de las inversiones imprudente. Sin embargo, es discutible que en todos los casos este sea el camino correcto.

luego debe irse flexibilizando, en la medida en que la oferta de instrumentos financieros evolucione y que la imposición de reglas de persona prudente se vuelvan más creíbles (Vittas, 1998).

De otra parte, si la inversión extranjera aumenta en este sector y cada vez más instituciones internacionales acceden a un determinado mercado, algunos analistas consideran que se reduce relativamente la necesidad de una regulación y una supervisión estrictas, pues las grandes instituciones extranjeras cuentan con los recursos y la experiencia para operar en forma prudente y eficiente.

Finalmente, en cuanto a las inversiones en activos extranjeros, si bien en el corto plazo es justificable la imposición de límites a estas inversiones, hacia el largo plazo se debe tender hacia una mayor desregulación y hacia estimular cada vez más el uso de este tipo de instrumentos.

La siguiente sección se dedica a mostrar, en términos generales, los problemas que genera una regulación de tipo cuantitativo sobre las inversiones en el comportamiento de inversionistas institucionales en general, y de las compañías aseguradoras en particular. En la última sección se presenta un modelo cuantitativo para Colombia, a través del cual se podrían cuantificar, en forma detallada, algunos de los efectos del decreto 94 de 2000 sobre la selección y la rentabilidad de los activos en el portafolio de las compañías aseguradoras del país.

4. Impacto de una regulación basada en restricciones cuantitativas

Una regulación de portafolio de tipo cuantitativo restringe el proceso de selección de activos y evita que las instituciones logren, por la vía de la asignación estratégica -decisiones de largo plazo sobre la totalidad del portafolio-, ubicarse en un punto en la frontera de portafolio eficiente, forzándolas incluso a mantener un portafolio ineficiente por un tiempo largo.

Un ejemplo concreto se refiere a los ajustes de portafolio. En la eventualidad en que las condiciones económicas coyunturales cambien, por ejemplo se alteren los mercados de valores, monetarios y de finca raíz y con ello el valor relativo de los activos, o bien simplemente se modifiquen los pronósticos, las compañías se sitúan temporalmente en un punto subóptimo por debajo de la frontera eficiente de inversión. En respuesta a esta situación, éstas deben poder rápidamente ajustar su portafolio a las nuevas condiciones de forma tal que otra vez alcancen un punto óptimo. Una regulación cuantitativa que restrinja las opciones de inversión, los porcentajes de las inver-

siones permitidas y/o los tipos de emisor[16], hace que los portafolios sean inflexibles impidiendo un ajuste rápido de las inversiones. Esto conduce a las compañías a manejar su balance en forma ineficiente de manera permanente, con consecuencias negativas sobre la rentabilidad y, más grave aún, sobre la solvencia en el tiempo.

Si los portafolios son inflexibles y concentrados en cierto tipo de activos, éstos no pueden cambiar en forma rápida ni se facilita hacer sustituciones de activos en respuesta a cambios en las condiciones estructurales del mercado financiero y de los papeles. También se dificulta que los portafolios se adapten en forma ágil a situaciones tales como la reducción en la oferta de bonos, especialmente de deuda pública, donde usualmente se concentran las inversiones cubiertas por la regulación.

Además de la velocidad y la dificultad de los ajustes de corto plazo, las restricciones cuantitativas al portafolio interfieren en las respuestas óptimas para el manejo del riesgo. Tal es el caso del riesgo de movimientos hacia abajo de los precios de los activos (shortfall risk) y el manejo de activos y pasivos, ALM, utilizado para la conciliación de la madurez de activos y pasivos, en la medida en que se limita el grado en el cual la composición de activos puede variar para adecuarse a los pasivos. Adicionalmente, la regulación puede impedir la adopción de técnicas de inmunización, cuando lo que se quiere lograr es una situación de neutralidad en riesgos como el de tasa de interés y el riesgo cambiario. Por ejemplo, esto sucede si se limita el uso de instrumentos como derivados, o si se impiden cambios necesarios en la duración de los activos.

Adicionalmente, la regulación cuantitativa puede limitar las utilidades que se derivan de una asignación de tipo táctica orientada a hacer ajustes de corto plazo, al restringir las posibilidades de escogencia entre las clases de activos y/o los porcentajes en los cuales se puede invertir (límites globales), y los emisores (límites específicos).

Por ejemplo, la regulación cuantitativa puede reducir la tasa de retorno del portafolio, debido a que este esquema se orienta hacia una alta concentración en bonos y en activos domésticos, en detrimento de otros activos que ofrecen mayor rentabilidad como acciones y activos en el exterior. Se

---

[16] Los límites por emisor pueden ser incluso innecesarios si hay un mandato explícito de diversificación del portafolio.

ha evidenciado que los países[17] con portafolios basados en restricciones cuantitativas contienen una mayor participación de bonos frente a las acciones y activos externos, que aquellos conformados bajo reglas de persona prudente[18].

Por otra parte, la regulación cuantitativa restringe las inversiones en finca raíz, situación que impide un cubrimiento adecuado de cambios en los precios y una protección frente a la alta sensibilidad de los pasivos a la inflación, una situación característica de las compañías de seguros.

En estas compañías, las inversiones de las reservas técnicas sujetas a una regulación más estricta tienden a concentrarse más en bonos, mientras las inversiones libres lo hacen en otros activos como acciones, bienes raíces, activos en el exterior, activos que en general son más rentables (Dickinson, 1998). No obstante, una alta participación de bonos en el portafolio de las reservas técnicas puede generar problemas graves, ya que estas compañías poseen pasivos altamente sensibles a la inflación, y por lo tanto deben poder cubrirse de este riesgo. La amenaza concreta para estas compañías surge del hecho de que una reducción de la inflación puede conducir a que los rendimientos de los bonos se ubiquen por debajo de las garantías de las pólizas. Una manera de minimizar este riesgo es invirtiendo en activos con rendimientos reales (bonos indexados, acciones extranjeras, finca raíz), los cuales usualmente están restringidos por la regulación en algún grado.

Adicionalmente, los problemas generados por una regulación restrictiva pueden surgir de manera diferente según la rama de seguros, ya que en algunos países la regulación tiene en cuenta la naturaleza de los pasivos e impone diferentes restricciones a las inversiones en función de los productos ofrecidos.

Por ejemplo, en algunos países las compañías aseguradoras de personas enfrentan contratos de largo plazo y a tasas fijas y, en consecuencia, las restricciones que se les imponen están encaminadas a limitar las cuantías de inversión en bonos de alto riesgo, en préstamos[19], en acciones comunes o

---

[17] Davis (2001) hace un estudio empírico para los países de la OECD.

[18] Incluso se argumenta que los gobiernos tienden a considerar los fondos de pensiones y las compañías de seguros como medios para financiar los requerimientos fiscales a través de grandes inversiones en títulos de deuda pública.

[19] Los límites son usualmente diferentes según las garantías que respalden los préstamos, tales como garantía prendaria, hipotecaria y pólizas, entre otras.

preferenciales, y en finca raíz.[20] Por su parte, la regulación sobre las inversiones que respaldan los seguros generales es menos restrictiva, y las compañías que ofrecen estos productos tienen mayor flexibilidad para invertir en acciones comunes, finca raíz, y otras clases de activos de riesgo, con algunas limitaciones en la calidad de estas inversiones. También hay mayor flexibilidad para los contratos de opciones y futuros, si estas sirven para propósitos de cubrimiento de riesgos.

Otro de los problemas de la legislación cuantitativa es que tiende a enfocarse en el riesgo y la liquidez de un activo individual, y a desconocer que lo relevante es la posición global de liquidez y no la de un instrumento individual. Se tiende a desconocer también que, a nivel del portafolio, el riesgo crediticio y la volatilidad en los precios se pueden reducir a través de la diversificación.

En países con un mercado de capitales pequeño y poco diversificado, es importante además que se autorice una amplia gama de posibilidades de inversión en activos externos para que pueda hacerse una diversificación adecuada. Paralelamente, para cubrirse del riesgo cambiario involucrado en este tipo de inversiones, debe permitirse el uso de opciones y derivados. Incluso, cuando el portafolio se concentra en activos domésticos, puede someter a la entidades a la toma excesiva de ciertos riesgos derivados de la coyuntura económica doméstica, riesgos macroeconómicos, o shocks externos que pueden afectar un país.

Desde el punto de vista institucional, una regulación muy restrictiva desestimula un manejo eficiente del portafolio, el conocimiento y la aplicación de nuevas técnicas que apunten a lograr rendimientos más elevados y riesgos más reducidos. Cuando la función de quienes manejan los activos es simplemente la de acogerse a las normas cuantiativas, se desincentiva la competencia y la búsqueda de nuevas opciones, lo cual afecta el desarrollo de nuevos productos de la industria per se y desestimula la inversión extranjera en el sector (Davis y Steil, 2000).

Las restricciones cuantitativas tienen también efectos sobre la economía en su conjunto en la medida en que conducen a una asignación ineficiente del capital. Bajo este esquema, buena parte de los recursos se invierte en bonos especialmente públicos, mientras una pequeña porción en actividades

---

[20] También es usual que se exijan garantías en las inversiones con el fin de respaldar productos ofrecidos por la compañía que proveen pocas garantías.

del sector real. En particular, los límites a las inversiones en acciones en el sector real o participaciones en el capital de otras empresas, reducen la asignación de recursos hacia actividades productivas y son, evidentemente, un factor que limita su desarrollo potencial. Esto es más claro aún si se tiene en cuenta el importante volumen de recursos que los inversionistas institucionales, en general, y las compañías de seguros en particular, pueden movilizar.

Adicionalmente, las restricciones impiden el desarrollo y sobretodo la diversificación del mercado de capitales pues los recursos tienden a canalizarse hacia títulos de deuda pública, más que hacia acciones. La falta de demanda por acciones desestimula la emisión de las mismas por parte de las empresas, y lo mismo sucede con otros instrumentos y nuevos productos del mercado como derivados, futuros y opciones, cuya oferta depende de las necesidades de los inversionistas.

5. Efectos de la regulación cuantitativa en Colombia (Decreto 94 de 2000)

En el caso colombiano, es evidente que las características del país, del mercado financiero y de capitales, y el funcionamiento interno de las compañías de seguros, justifican la aplicación de normas prudenciales basadas en restricciones cuantitativas. Sin embargo, como sucede en otros países con regulaciones de este tipo, y como lo sugiere la literatura internacional, la tendencia hacia una regulación más estricta que se profundizó en 2000 con el decreto 94 en Colombia, puede generar problemas en el manejo de su portafolio e ir en contra de una rentabilidad adecuada, poniendo incluso en peligro la solvencia futura. En particular, es posible derivar algunos inconvenientes para el buen manejo de activos y pasivos, y para la diversificación del portafolio de las compañías, debido a las limitadas opciones que surgen de un mercado de capitales pequeño, combinado con restricciones específicas para la inversión en activos financieros.

En primer lugar, en la actualidad la economía colombiana se ha tornado más volátil que lo que era unos años atrás, lo cual se evidencia especialmente en las variables relacionadas con la tasa de interés, inflación, tasa de cambio y la tasa de retorno de los activos financieros. A mediados de la década de los noventa la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996) mostró que la volatilidad de dichas variables no era elevada comparada con otros países de la región latinoamericana, pero sí era significativa en el contexto

de la evolución de la economía doméstica. Un estudio posterior (Arbeláez y Zuluaga, 2000) comprobó que la volatilidad de dichas variables aumentó considerablemente después de mediados de la década pasada, en especial después de la crisis que se inició en 1997 y particularmente para la tasa de cambio, la tasa de interés y el retorno de los activos financieros. Esto sugiere que el riesgo de mercado se ha incrementado, y en esta medida es importante que las autoridades prevengan una excesiva exposición a los riesgos de mercado. Sin embargo, también debe otorgarse a las compañías la posibilidad de lograr un balance adecuado en el que puedan tener acceso a una amplia gama de instrumentos que les permita cubrirse de estos riesgos.

En segundo lugar, los mencionados estudios evidencian que el mercado de capitales en Colombia es extremadamente pequeño y poco desarrollado, incluso comparado con países de similar nivel de desarrollo. El crecimiento que se ha registrado a lo largo de la década ha sido el resultado de un mayor dinamismo del mercado de deuda pública, con poca diversificación en cuanto a la transacción de nuevos instrumentos y/o a las transacciones de acciones. En especial, el volumen transado se concentra en bonos, y especialmente en bonos emitidos por el Gobierno. En estas condiciones, la gama de opciones de inversión de las compañías de seguros en Colombia, y en general de los inversionistas institucionales, es aún limitada independientemente de la legislación sobre las inversiones. Sin embargo, las limitaciones pueden ser mayores si la regulación exige altos grados de calificación para los títulos e índices exigentes de bursatilidad para las acciones[21], aunque también es una garantía de mayor seguridad.

En tercer lugar, como se vio en el primer capítulo, las compañías de seguros han mostrado desde 1997 un desempeño menos favorable que no sólo puede atribuirse al desempeño de la actividad sino a las escisiones de las compañías más grandes. En particular, la caída de la rentabilidad sobre el patrimonio y sobre los activos dan cuenta de esto, y asimismo el indicador de respaldo de las inversiones se ha deteriorado evidenciando una menor solvencia. Estos resultados justifican una regulación más restrictiva en el corto plazo, que tienda a reducir el riesgo del portafolio y a que las compañías alcancen indicadores adecuados de solvencia. Sin embargo, no

---

[21] Como se vio atrás, la lista de acciones que cumplen con alta o media bursatilidad en el país es muy reducida. Adicionalmente, el uso extendido del proceso de calificación en Colombia se encuentra en una etapa incipiente, lo cual también es un factor que restringe las opciones a los inversionistas.

es aconsejable que la regulación responda únicamente a las condiciones coyunturales pues por esta vía se pueden, incluso, profundizar los problemas que afectan a un determinado sector. En este sentido, debe entenderse como una regulación transitoria que tienda a flexibilizarse en el mediano plazo.

Si bien, la nueva legislación colombiana en materia de inversiones tiene características similares a las observadas en otros países, puede tener efectos negativos sobre el desempeño del sector. En particular, puede inducir a que las inversiones de la totalidad de las reservas técnicas se concentren en la adquisición de bonos, con una participación en acciones minoritaria, pocas inversiones en el exterior y ninguna inversión en bienes raíces.

Estas características hacen que el portafolio sea relativamente inflexible y que sea difícil adaptarlo a cambios en las condiciones del mercado mediante ajustes de corto plazo. Esto puede conducir a las compañías a manejar su balance en forma ineficiente de manera permanente, con consecuencias negativas sobre la rentabilidad.

La excesiva concentración en bonos, especialmente del Gobierno, también *impide* que los portafolios cambien en forma ágil o, en su defecto, que las compañías tengan que incurrir en altos costos de ajuste. Además, esta característica hace que los portafolios sean excesivamente vulnerables a la oferta de estos papeles y a cambios en sus tasas, sin la posibilidad de sustituir rápidamente dichas inversiones por activos más rentables.

Adicionalmente, la regulación colombiana puede reducir la tasa de retorno del portafolio frente a la que resultaría sin las restricciones impuestas por las autoridades, debido a que este esquema se orienta hacia una participación minoritaria de activos que ofrecen alta rentabilidad como acciones y activos en el exterior.

Por otra parte, y quizás uno de los problemas más evidentes, es que la nueva regulación restringe completamente las inversiones en finca raíz, situación que impide un cubrimiento adecuado de cambios en los precios y una protección frente a la alta sensibilidad de los pasivos a la inflación. Si bien el sector de la construcción en Colombia está pasando por una coyuntura desfavorable, las compañías de seguros poseen pasivos altamente sensibles a la inflación, y por lo tanto deben poder cubrirse de este riesgo invirtiendo en activos con rendimientos reales (bonos indexados, acciones extranjeras). En este sentido, la exclusión de esta opción debería reconsiderarse o, en su defecto, establecerse de manera transitoria. En la medida en que el proceso de desvalorización de los bienes raíces se detenga, ésta

podría volver a ser una opción rentable de inversión, por lo cual debería evaluarse si se justifica obligar al sector asegurador a incurrir en el costo de sustituir estas inversiones dentro de su portafolio, como se mencionó en el capítulo III.

Finalmente, otro de los potenciales inconvenientes de la nueva legislación para el manejo del portafolio es que restringe las posibilidades de hacer préstamos con garantías (excepto con garantías de pólizas), quitándole a las compañías instrumentos para manejar riesgos en los activos que compensen aquellos de los pasivos.

La evidencia internacional da algunas ideas hipotéticas como las anteriormente descritas, sobre canales a través de los cuales la regulación incide en el manejo del portafolio de las compañías de seguros y en la rentabilidad. Sin embargo, es posible cuantificar algunos de estos afectos a través de un modelo cuantitativo como se presenta en la siguiente sección.

6. Modelo teórico

Con el fin de dar soporte empírico a la hipótesis que sugiere que la legislación colombiana, y en especial el decreto 94 de 2000, afecta el manejo del portafolio y el rendimiento de las compañías aseguradoras, se plantea un modelo con características similares al utilizado en Lora, Salazar (1996), basado en la metodología de Markowitz (1952). En el mencionado trabajo, se diseñó un método para evaluar el efecto de diferentes cambios en la legislación introducidos a mediados de la década de los noventa sobre el portafolio de activos y la rentabilidad de cada uno de los inversionistas institucionales del país. Se buscaba probar si dicha regulación realmente cumplían su objetivo de proteger a los usuarios, pero también si la combinación de ellas afectaba negativa o positivamente el desempeño de los diferentes tipos de entidades analizadas. Lora y Salazar encontraron para un conjunto de medidas específicas relacionadas con valoración de activos a precios de mercado, la mayor participación de papeles del gobierno en el portafolio y el requisito de rentabilidad mínima, exigido a los fondos de pensiones y cesantías, que la rentabilidad de los inversionistas institucionales se vio fuertemente reducida.

Si bien la aplicación de este modelo supera el alcance de este estudio, a continuación se plantea el uso de esta herramienta para cuantificar el efecto de la nueva legislación que modificó las inversiones de las aseguradoras en el año 2000, en una segunda etapa del estudio.

En aras de optimizar el proceso de inversiones, las compañías buscan escoger los activos de su portafolio de manera tal que minimicen el riesgo y maximicen el rendimiento. En concreto, el problema del inversionista en un momento del tiempo t es escoger una participación de los activos que maximice la función de utilidad, la cual está determinada por estas dos variables en una proporción que depende de la preferencia por el nivel de riesgo. Se plantea entonces la maximización de una función de utilidad de tipo Cobb-Douglas:

$$maxU_{k,t} = \left(r_{k,t}\right)^{(1-\beta_k)}\left(\frac{1}{\sigma^2_{k,t}}\right)^{\beta_k} \qquad (1)$$

donde k son las compañías, $r_{k,t}$ representa el rendimiento del portafolio escogido por la compañía k en el momento t, $\sigma^2_{k,t}$ es el riesgo asociado con dicho portafolio y β_k representa el peso que cada compañía asigna al riesgo dentro de las preferencias de la escogencia del portafolio, es decir representa la actitud frente al riesgo. β_k varía entre 0 y 1, siendo averso al riesgo aquel inversionista que prefiere sacrificar rentabilidad con el fin de evitar un mayor riesgo cuando β_k se acerca a 1, y más propenso a asumir riesgo cuando β_k se acerca a 0.

A su vez, la variable de riesgo está dada por:

$$\sigma^2_{k,t} = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} x_{i,k,t}x_{j,k,t}\sigma_{ij} \qquad (2)$$

donde $\sigma^2_{k,t}$ es la varianza del portafolio de la compañía k en el tiempo t, n es el número de activos en los que se invierte, x_i y x_j es la participación de las inversiones en el activo i y en el activo j dentro del total invertido, y σ_{ij} es la covarianza de los rendimientos de los activos i y j.

La rentabilidad está dada por:

$$r_{k,t} = \sum_{i=1}^{n} r_{i,t}x_{i,k,t} \qquad (3)$$

donde $r_{k,t}$ es la rentabilidad promedio del portafolio de la compañía k y $r_{i,j}$ representa el rendimiento del activo i.

Las restricciones que enfrenta cada compañía ($k = A, B, C, ...$) son las siguientes:

La suma de las participaciones de cada activo en el portafolio de cada empresa, deberá ser igual a uno

$$\sum_{i=1}^{n} x_{i,k,t} = 1 \qquad (4)$$

y dichas participaciones no podrán ser negativas

$$x_{i,k,t} \geq 0 \qquad (5)$$

Por otro lado las compañías enfrentan una restricción de liquidez, que está determinada por los plazos (p) de los diferentes papeles invertidos (i). Cada inversionista debe tener recursos disponibles para poder responder a las obligaciones adquiridas con sus afiliados, para lo cual debe invertir una parte de sus recursos en papeles de corto plazo. El plazo del portafolio (en promedio) no podrá ser mayor a un plazo máximo que, por simplicidad, se asume igual para todas las compañías.

$$\sum_{i=1}^{n} x_{i,k,t} p_i \leq \overline{p} \qquad (6)$$

La legislación impone límites globales a la inversión en ciertos activos x, por lo cual se define una restricción que considera estos límites por activo:

$$x_{i,k,t} \leq \overline{x_{i,t}} \qquad (7)$$

donde se establece que la inversión en cada tipo de activo no deberá sobrepasar un determinado porcentaje según el decreto 94 de 2000.

Por último se plantea la restricción de ajuste parcial con la cual se incorpora la dificultad de deshacerse rápidamente de un título cuando éste es de largo plazo. El parámetro lambda toma valores entre 0 y 1, es decir que cuando se acerca a 0 es más sencillo cambiar el papel o activo de un plazo a otro. Con esta restricción podría medirse la facilidad que tienen las aseguradoras para ajustarse al respaldo del 100% de las reservas técnicas dentro de los plazos establecidos por la Superintendencia Bancaria.

$$x_{i,k,t} \geq \lambda_i * x_{i,k,t-1} \qquad (8)$$

Desde el punto de vista del regulador, éste busca maximizar la utilidad conjunta de todas las empresas aseguradoras, para asegurar una rentabilidad suficiente que le permita a la compañía el pago de sus pólizas.

$$\max_k \quad U_t = \sum_k U_{k,t} \qquad (9)$$

sujeto a las restricciones expresadas en *(4)*, *(5)*, *(6)*, *(7)* y *(8)*.

Este escenario refleja el comportamiento de las compañías de seguros sujeto a diferentes restricciones, entre ellas la regulación.

Para el desarrollo de este modelo se utilizarían datos recientes de las inversiones en aquellos activos más representativos dentro del portafolio de las compañías de seguros en Colombia, incluyendo aquellos que limita la regulación. Se utilizarían por ejemplo datos correspondientes a la rentabilidad de acciones, TES, títulos emitidos por el Banco de la República, CDT's y bienes raíces[22].

La metodología que se utilizaría consiste en correr el modelo en el programa GAMS con un escenario base, es decir sólo con las restricciones *(4)* y *(5)* y *(8)*, posteriormente se incluirían la restricción de liquidez *(6)* y por último la restricción relacionada con los límites impuestos por la regulación *(7)*. Esto permitiría observar, dada la rentabilidad y el riesgo incorporado en cada activo, la escogencia del portafolio en cada caso y la rentabilidad, y compara estos resultados con las demás restricciones impuestas.

7. Conclusiones

En Colombia recientemente se modificó el régimen de inversiones de las compañías aseguradoras mediante el decreto 94 de 2000. Este decreto trató de privilegiar la transparencia frente el esquema prevaleciente en 1996, en la medida en que eliminó los dos regímenes de inversión previos (inversiones obligatorias e inversiones admisibles). El nuevo requerimiento de respaldar con las inversiones autorizadas el 100% de las reservas técnicas y no el 40%,

---

[22] Para los parámetros ((actitud frente al riesgo) y ((velocidad del ajuste) se harían supuestos exógenos con diferentes valores en cada caso.

va en la línea de la legislación internacional, y provee una mayor simplicidad que facilita la labor del regulador y del regulado. Adicionalmente, se hizo un esfuerzo por lograr una normatividad menos taxativa y más general que en el pasado en relación con los límites globales, los cuales incluso se incrementaron en algunos rubros agregados. Sin duda alguna, la nueva normatividad le da mayor claridad a las compañías sobre las opciones para el manejo del portafolio, a la vez que simplifica el proceso de supervisión.

No obstante, esto no implica que las opciones de inversión hayan aumentado con la nueva legislación, y por el contrario estas pueden ser más restrictivas a partir de 2000 debido en buena parte a los límites específicos impuestos sobre la inversión de los activos financieros. En este sentido, si bien en los instrumentos agregados (acciones, títulos, fondos internos y en el extranjero), no hay diferencias muy marcadas frente a la legislación de otros países desarrollados y en desarrollo, si se encuentran grandes divergencias por la vía de los límites específicos y las restricciones a la inversión en estos instrumentos (calificaciones de riesgo exigidas, restricciones en relación con la inversión en empresas vinculadas, condiciones específicas sobre los fondos de inversión, entre otras). Pero quizás la diferencia más sobresaliente es la imposibilidad en Colombia de que las compañías de seguros inviertan una parte de las reservas técnicas en bienes raíces, lo cual es permitido, aunque con limitaciones, en la totalidad de los países evaluados en este estudio.

En cualquier caso, en el contexto internacional Colombia se ubica en el grupo de países con legislaciones basadas en restricciones cuantitativas, es taxativa e incluye pocos elementos basados en la reglas de persona prudente, orientación que es propia de países como México, Argentina y la Comunidad Europea.

La nueva legislación colombiana muestra una tendencia a favorecer las inversiones de tipo financiero sobre aquellas en activos no financieros, incluso más marcada que la existente en 1996. Con el nuevo régimen y sus proyectos reglamentarios se elimina completamente la posibilidad de invertir las reservas técnicas en bienes raíces, de tener como opción en el portafolio de activos los préstamos con garantías diferentes a las pólizas, de que las compañías de seguros puedan participar en proyectos y de invertir en fondos con inversiones en el exterior. Se establecieron requerimientos más estrictos en materia de calificaciones de riesgo de los títulos, fondos domésticos y extranjeros y requisitos de alta o media bursatilidad para las acciones. Por otra parte, se restringieron las inversiones en empresas del

mismo grupo, apoyado además en una nueva normativa sobre "empresas vinculadas". Adicionalmente, la legislación no hace explícita la posibilidad de respaldar las reservas técnicas con contratos de futuros o opciones, con lo cual no queda claro si estas alternativas son permitidas. Finalmente, se introdujo el concepto de caja como una opción de inversión.

El nuevo régimen, sumado al hecho de que el mercado de capitales en Colombia es pequeño, poco diversificado y con un número limitado de instrumentos que cumplan con los requisitos exigidos por la Ley (la lista de las acciones en bolsa es reducida, las empresas de algunos sectores como la construcción no cotizan en bolsa, y el proceso de calificaciones es aún incipiente), las opciones de inversión de las compañías de seguros son reducidas. Es probable esperar entonces que la nueva legislación induzca a una alta concentración en títulos de renta fija, principalmente del Estado.

Este hecho puede tener efectos negativos para el manejo del portafolio de las compañías. Por una parte, la poca diversificación y oferta de activos dificulta el buen manejo de activos y pasivos, la adopción de técnicas sofisticadas para este fin y los ajustes de corto plazo necesarios al portafolio para adaptarse a nuevas coyunturas del mercado en general y de los activos en particular. También impide un adecuado manejo de los riesgos de mercado como tasa de interés, cambiario, crediticio e inflación. Este último es especialmente crítico en las compañías de seguros, y su manejo se dificulta al verse reducidas las posibilidades de invertir en activos con valores reales como bienes raíces o activos en el exterior. De la misma forma, las restricciones para invertir en activos con alto rendimiento (acciones, inversiones en el exterior) conducen a una menor rentabilidad para las compañías. Los elementos anteriores inducen a las compañías a operar en un punto ineficiente o subóptimo en la asignación del portafolio.

Esta situación sobre el manejo del portafolio puede poner en peligro la solvencia en el tiempo si esta situación de manejo ineficiente del portafolio es permanente, o inducir sobrecostos innecesarios sobre la actividad. Adicionalmente, esto impide el desarrollo de nuevos productos, una mayor competencia frente a los demás inversionistas institucionales, y pone en juego el desarrollo mismo del sector asegurador.

También tiene efectos negativos sobre el desarrollo del mercado de capitales en la medida en que la demanda por productos de este mercado es reducida, tendencia contraria a la observada en otros países donde el aporte de los inversionistas institucionales, y en algunos casos especialmente de las compañías de seguros, ha sido pieza fundamental para el crecimiento,

diversificación y desarrollo de dicho mercado. Igualmente, las restricciones a la inversión de las compañías aseguradoras en acciones sometidas a calificación o consideradas de alta bursatilidad pueden tener un impacto poco deseable sobre el sector real, en la medida en que se restringe el flujo de recursos de inversión para la creación de empresas en ese sector, como tradicionalmente ocurrió en el pasado.

Finalmente, es importante resaltar los costos para las compañías del ajuste a la nueva legislación, en especial para las compañías que pertenecen a grupos económicos cuyas inversiones se han concentrado en el pasado en varios de los activos que ahora no son permitidos o que se vieron restringidos con la nueva ley como opciones para respaldar las reservas técnicas.

Lo anterior hace pensar que, si bien la nueva legislación pretende corregir algunos problemas del pasado y busca evitar una excesiva exposición al riesgo en una difícil coyuntura de la economía con un alto nivel de incertidumbre, es importante que se considere ésta como temporal y que tienda en el mediano plazo hacia una mayor flexibilización.

En el entretanto, en relación con el decreto 94, se deberían reconsiderar algunos aspectos como la imposibilidad total de invertir en bienes raíces, eliminar la restricción de que los fondos sujetos a inversión tengan que tener todas sus inversiones en el país, hacer explícita la posibilidad de realizar contratos de opciones y futuros, y evaluar la alternativa de permitir más garantías para las opciones de préstamos. Adicionalmente, se podrían considerar límites que se incrementen con el tiempo, o normas más laxas si las condiciones de la economía cambian, antes de que las compañías asuman costos que pueden racionalizarse. Finalmente, también es importante revisar la conveniencia de incluir dentro de las reservas técnicas sujetas al nuevo régimen de inversión, aquellas correspondientes a las de riesgos en curso que son contrapartida de las primas por cobrar para riesgos no corridos.

La legislación actual responde a una situación específica de la coyuntura del país y de algunos sectores en especial y en este sentido tiene un carácter procíclico, lo cual la vuelve inflexible a cambios en las condiciones económicas y la recuperación de la economía.

Referencias bibliográficas

Arbelaez, M.A. y Zuluaga, S. (2001), "El mercado de capitales y los comisionistas de bolsa: evolución reciente y perspectivas" Fedesarrollo.

Arboleda, S. (1991), "Ley 45 de 1990 Consolidación y futuro del sector financiero". Saulo Arboleda Gómez, Bogotá, D.E

Condiciones para el ejercicio de la actividad aseguradora (Capítulo II). Provisiones Técnicas (sección 1ª). Legislación sobre Reservas a nivel Europeo. España.

Davis, P. (1998), "Financial market activity of life insurance companies and pension funds", Bank for International Settlements, Economic Paper No. 21, BIS, Basle

_____(2000), "Institutional Investors", MIT Press, forthcoming

_____(2001), "Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds", The Pensions Institute, Discussion Paper PI-0101

Dickinson, G. (1998a), "Issues in the effective regulation of the asset allocation of life insurance companies", in Ed. H Blommestein and N Funke, "Institutional Investors in the new financial landscape", OECD, Paris

Directiva del Planteamiento Europeo y del Consejo: relativa a los seguros de vida. 2000 Junio 28. Comisión de Comunidades Europeas. Propuesta. Bruselas.

IAIS (2000), "Insurance Core principles", IAIS-Task force on core pricniples methodology.

____ (2000), "1999 Annual report", Bank of International Settlements.

____ (1999), "Supervisory standard on asset management by insurance companies", IAIS-Investments subcommittee.

Insurance Companies Regulations. Londres. Legislación sobre Reservas a nivel Europeo.

Kroszner, R. y Strahan, Ph. (2000), "Obstacles to optimal policy: the interpaly of politics and economics in shaping bank supervision and regulation reforms", National Bureau of Economic Research, Working Paper 7582.

Law on the Supervision of Insurance Undertakings. Alemania. Legislación sobre Reservas a nivel Europeo.

Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. Argentina.

Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. Brasil. Resolución CNSP N°36. 2000.

Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. Chile. Superintendencia de Valores y Seguros.

Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros. Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. México. Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Lora E. y Salazar N. (1996), "La demanda de activos de los inversionistas institucionales en Colombia", Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Fedesarrollo.

_____(1996), "Algunas comparaciones sobre los Inversionistas Institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos", Misión de Estudio del Mercado de Capitales, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Fedesarrollo.

Mishkin, F. (2000), "Prudential supervision: why is it important and what are the issues?", Working Paper # 7926, National Bureau of Economic Research

New York State Insurance Department: New York State Consolidate Laws. Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. New York.

Ortega, F. (1985), "Inversionistas institucionales, el caso colombiano", Comisión Nacional de Valores, Colombia.

Revista SIGMA (1997), "The Insurance industry in Latin American: a growing market in a competitive environment" No. 2, Swiss Re.

Salazar, N. y Zuluaga, S. (1998), "Perspectivas de la industria aseguradora: 1997-2010", *Cuadernos de Fedesarrollo* N°3.

Santomero, A. y Babbel, D. (2001), Financial markets, instruments and institutions, capítulo 24 "Non bank financial institutions" y capítulo 25 "Managing financial institutions". Mc Graw Hill.

Savage, L. (1998), "Re-Engineering Insurance Supervision", *Working Paper* # 2024, World Bank.

Sharpe, W. "Investments", Chapter 7. Prentice Hall; fifth edition. 1995, Englewood Cliffs, USA.

Vittas, D. (1995), "Sequencing social security, pension, and insurance reform", *Working paper* #1551, World Bank.

_____(1998), "Institutional investors and securities markets: which comes first?", Development Research Group, World Bank, paper presented at the ABCD LAC Conference june, 1998.
_____(1998), "Regulatory controversies of private pension funds". Policy Research Working Paper 1893. World Bank, Washington DC.

Anexo 1. Portafolio de Inversiones - % Colombia

Activos Financieros	1925	1927	1960	1991	1996***	2000*****
Acciones y Renta Variable						
Nacional						
Acciones del Banco de la República	50	-	-	-	-	-
Acciones y bonos convertibles en acciones (nacionales)****	-	n.e	40	20T - 60A	30T-60A	50
Títulos derivados de procesos de titularización	-	-	-	-	25T-40A	100
Bonos no convertibles en acc. y acc. en estab. no crediticios	-	-	-	-	30T	-
Exterior			-	-	-	-
Acciones en cías. de similar naturaleza en el exterior	-	-	-	-	60A	-
Acciones en el exterior	-	n.e.	-	60A	40A (b)	50 (d)
Bonos y Títulos						
Nacional						
Bonos IFI, Caja Crédito Agrario, etc.	-	-	20*	-	-	-
Títulos de deuda pública interna	-	n.e	40*	70T	40T- 50A	100
Tít. de renta fija de alta segur. y liqu.z (CDT's, Acept., etc.)	-	-	-	-	40T-20A	100
Títulos emitidos con cargo a cuentas especiales de la Nación	-	-	-	-	5A	-
Títulos emitidos o garantizados por la nación o por el BanRep	-	-	-	40-50	100T	100
Títulos representativos de captaciones	-	-	-	40A	40A	-
Títulos Representativos de créditos hipotecarios	50	n.e.	25*	20A	20A (a)	100
Títulos Valores	-	-	-	30A	-	-
Exterior						
Bonos públicos o privados extranjeros	-	n.e.	-	-	40A (b)	-
Títulos de deuda pública externa	-	-	-	20T	40T- 50A	100
Títulos emitidos por entidades finacieras	-	-	-	-	40A (b)	-
Títulos de renta fija de otros países	-	-	-	-	10T	50 (d)
Fondos de Inversión						
Nacional						
Fondos comunes ordinarios - Fondos de Inversión	-	-	-	20A	30A	50
Fondos de Valores	-	-	-	-	30A	50
Exterior						
Fondos de Inversión	-	-	-	-	-	50 (d)
Fondos Mutuos	-	-	-	-	40A (b)	-
Depósitos y Caja						
Nacional						
Caja	-	-	n.e	-	-	5
Depósitos a la vista en entidades financieras	-	-	10	-	-	15
Efectivo en el Banco de la República	50	-	-	-	-	-
Exterior						
Cuentas en moneda extranjera	-	-	-	20A	20A	15
Derivados Financieros						
Contratos de futuros sobre índices bursátiles	-	-	-	-	10A	-
Papeles Comerciales Nacionales	-	n.e.	-	20T	30A	-
Préstamos con garantías						
Préstamos con garantía de pólizas	-	-	v.r	v.r	5A (a)	30
Préstamos con garantía prendaria de títulos o acciones	-	-	-	20A	20A (a)	-
Préstamos garantizados con títulos de la nación, bonos, etc.	-	-	-	-	5A (c)	-
Préstamos Hipotecarios	-	-	10a15	-	-	-
Préstamos sobre contrato de obra pública	-	-	-	-	10A	-
Activos no Financieros						
Bienes reales						
Bienes Raíces en Colombia	-	25	30	20A	15A	-
Cuentas de participación de proyectos (construcciones en curso)	-	-	-	-	5A (c)	-
Muebles y equipos	-	-	15	-	-	-
Otros						
Gastos de organización (nacional y exterior)	-	-	10 al 25 **	-	-	-
Otras inversiones previa autorización Superbancaria	-	-	-25	100	-	-

n.e. = No especifican el límite global de dicha inversión; v.r. = Corresponde al valor de rescate del préstamo; * Estas inversiones corresponden al 35% del capital y reservas patrimoniales y al 54% de las reservas técnicas (para el caso de Seguros Generales);** Según corresponda a inversión necesaria en el exterior o en el país, respectivamente; *** En el 96, se establecen límites al emisor en las reservas técnicas, las cuales antes sólo tenían límites globales; **** En el 2000, las acciones tanto nacionales como extranjeras aparecen bajo títulos de renta variable. El 50% en acciones se permite sólo si no existe vínculo entre la empresa que emite y la aseguradora. De locontrario, este límite pasará a ser del 1; ***** Límites aún sin reglamentar.; A : Hace referencia a las inversiones admisibles, las cuales en 1991 y 1996 correspondían al patrimonio, fondos en general y al monto que exceda el 40% de las reservas técnicas; T : Hace referencia a lasinversiones de las reservas técnicas, es decir, al 40% de las mismas; (a) La suma de estos tres rubros no deberá exceder el 20%; la inversión en préstamos con garantía de pólizas no podrá exceder el 5%; (b) La suma de estos rubros no podrá exceder el 40% de las reservas técnicas;(c) Hasta el 5 % de las reservas técnicas podrá invertirse en la suma de estos dos rubros; (d) El conjunto de estas inversiones no podráexceder el 50% de las reservas técnicas. Los títulos de renta fija emitidos por sociedades extranjeras, no podrán exceder el 5%, mientras que en aquellos emitidos por gobiernos extranjeros se podrá invertir hasta el 50%. Las inversiones en fondos internacionales que inviertan en títulos de renta variable, no podrán exceder el 5% de las reservas; En el 2000 desaparecen las inversiones admisibles y se consideran las inversiones de las reservas como el 100% de las reservas técnicas. El patrimonio y demás fondos de las compañías son de libreinversión.

Anexo 2. Portafolio de Inversiones

Activos Financieros	Colombia	Argentina	Chile	México	N.Y.	U.E***	España
Acciones							
Nacional							
Acciones - Títulos de Renta Variable	50 (a)	-	-	30	si nep	10 (d)	si nep
Acciones de sociedades anónimas	-	si nep	40 (b)	-	-	-	-
Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias	-	-	40 (b)	-	-	-	-
Exterior							
Acciones - Títulos de Renta Variable	5 (a)	-	-	30	si nep	10 (d)	si nep
Acciones de sociedades anónimas	-	si nep	10	-	-	-	-
Bonos y Títulos							
Nacional							
Titulos de companias de inversion	-	-	-	-	si nep	-	-
Bonos con garantía especial	-	si nep	40	-	si nep	si nep	si nep
Bonos sin garantía	-	si nep	40	-	si nep	si nep	si nep
Títulos de deuda pública interna	100	si nep	50	100	si nep	si nep	si nep
Títulos de renta fija alta segur. y liqu. (de Inst. fin.)	100	-	40	60	si nep	si nep	si nep
Títulos derivados de procesos de titularización	20	-	-	-	-	-	-
Exterior							
Títulos de renta fija emitidos por socied.s extran.	50 (a)	-	20	-	si nep	si nep	si nep
Títulos de deuda pública externa	100	si nep	20	100	si nep	si nep	si nep
Títulos de renta fija de alta seguridad y liquidez	100	-	20	60	si nep	si nep	si nep
Fondos de Inversión							
Nacional							
Derechos o participac. en fondos de inver. nales	50	anc	10 (c)	anc	si nep	si nep	si nep
Fondos de valores	50	-	-	-	si nep	si nep	si nep
Cuotas de fondos mutuos	-	-	5 (c)	-	-	-	-
Mutuos hipotecarios	-	-	30	-	-	-	-
Valores o derechos mobiliarios o créditos	-	-	-	-	-	si nep	10
Exterior							
Derechos o partici. en fondos de inver. internales	50 (a)	anc	10	anc	si nep	si nep	si nep
Fondos de valores	-	-	10	-	si nep	si nep	si nep
Cuotas de fondos mutuos	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos y Caja							
Nacional							
Caja	5	-	-	-	-	3	-
Depósitos a la vista en entidades financieras	15	-	-	-	-	si nep	si nep
Exterior							
Cuentas en moneda extranjera	15	-	20**	-	si nep**	si nep	si nep
Derivados Financieros							
Contratos de futuros sobre índices bursátiles	-	-	-	-	si nep	si nep	si nep
Letras de créditos emitidas por bancos o inst. finan.	-	anc	40	anc	si nep	si nep	si nep
Operaciones financieras garantizadas	-	si nep	-	5	si nep	si nep	si nep
Préstamos con garantías							
Préstamos con garantía de pólizas	30	-	-	si nep	-	si nep	si nep
Prestamos garantiz. con títulos, bonos o acciones	-	si nep	-	5	-	si nep	si nep
Prestamo con garantía en bienes inmuebles	-	si nep	-	5	si nep	si nep	si nep
Préstamos con garantías de las reservas matemáticas							
Préstamos no garantizados	-	-	-	-	si nep	5	si nep
Activos no Financieros							
Bienes reales							
Nacional							
Inmuebles situados en el país	-	si nep	20	25	si nep	si nep	45
Exterior							
Inmuebles situados en el exterior	-	-	3	-	si nep	si nep	si nep
Intereses y Cuentas por cobrar							
Credito no vencido por prima devengada	-	-	n.a.	-	-	-	-
Intereses de patrimonio	-	-	-	-	si nep	si nep	si nep
Intereses generados no exigibles	-	-	-	-	-	si nep	si nep
Otros							
Cuentas de participación de proyectos	-	-	-	-	-	si nep	si nep
Inversiones realizadas por empresas subsidiarias	-	-	-	-	si nep	-	-
Deuda de bancos de desarrollo	-	-	-	-	si nep	-	-

* En 1991 y 1996 las inversiones de Reservas se refieren al 40% de las reservas técnicas. Las inversiones admisbles corresponden a las inversiones correspondientes al patrimonio, fondos en general y al monto que exceda el 40% de las Reservas Técnicas; ** Se considera dentro de las inversiones generales permitidas en el extranjero; *** La legislación de la UE considera rubros sumanente amplios y perimite a cada país miembro establecer los límites máximos de inversión. Sin embargo, establece ciertos límites por emisor para la mayoría de títulos y acciones.Sólo se encuentran ciertos límites globales y se dictan los principios que deben seguirse con el fin de asegurar la rentabilidad de las inversiones; si nep - Si existe el rubro dentro de la legislación, pero no se especifica el porcentaje; anc- Aunque dicho activo no es considerado dentro de la legislación, consideramos que puede ser factible la inversión en éste, dada la flexibilidad de la legislación; (a) La suma de estos tres rubros no deberá exceder el 50% de las reservas técnicas; (b) La suma de stos rubros no podrá exceder el 40%. Si las acciones de sociedades anónimas abiertas no cumplen con el requisito de cobertura de gastos financieros, la inversión en éstas no podrá exceder el 2% y sólo podrá hacerse por un año; (c) La suma de estos dos rubros no deberá exceder el 10%. Sin embrago, En la mayoría de los casos, los porcentajes están sujetos a condiciones adicionales establecidas por la entidad reguladora de cada país.

Anexo 3. Principales Activos para la Inversión de las Reservas de las Compañías de Seguros

Activo	Colombia	Argentina	Chile	México	EE.UU	New York	U.E.	España
Títulos emitidos por la Nación	si	si	si	si	si	si	si	si
Títulos emitidos o aceptados por una institución fin.	si	si	si	si	si	si	si	si
Títulos o derechos hipotecarios	si	si	si	si	si	si	si	si
Acciones	si	si	si	si	si	si	si	si
Fondos	si	anc	si	anc	si	si	si	si
Caja	si	no	no	no	no	no	si	si
Depósitos a la vista en Bancos	si	no	no	no	no	no	si	si
Prestamos	si	si	si	si	si	si	si	si
Bienes raíces	no	si	si	si	si	si	si	si
Inversiones permitidas en el exterior								
Títulos	si	si	si	si	si	si	si	si
Fondos	si	anc	si	anc	si	si	si	si
Depósitos a la vista en Bancos	si	no	si	no	si	si	si	si
Acciones	si	si	si	si	si	si	si	si
Bienes raíces	no	no	si	no	si	si	si	si

anc: activo no considerado en la legislación, pero dado el tipo de legislación creemos que tales rubros pueden estar incluidosen rubros más generales.

Anexo 4. Índice de Bursatilidad Accionaria*

	Emisor	N/T (1)	V/N (2)	(3)	Indice numérico
	ALTA BURSATILIDAD				
1	BAVARIA S.A.	738,17	23.403.674	242	10,00
2	CIA. DE CEMENTO ARGOS S.A.	351,08	20.702.137	237	9,23
3	VALORES BAVARIA S.A.	363,75	9.614.669	238	9,20
4	CIA. COLOMBIANA DE TABACO S.A.	358,83	10.146.501	236	9,18
5	BANCOLOMBIA S.A.	239,42	6.247.592	231	8,74
6	BANCO DE BOGOTA S.A.	223,33	8.578.453	221	8,73
7	SURAMERICANA DE INVERSIONES S.A.	219,25	10.560.144	217	8,70
8	CIA. NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.	188,67	19.428.719	213	8,62
9	B.B.V. BANCO GANADERO S.A.	155,25	22.790.944	198	8,42
10	CADENALCO S.A.	169,58	5.982.877	222	8,41
11	ALMACENES EXITO S.A.	141,83	13.948.479	199	8,27
12	CEMENTOS PAZ DEL RIO S.A.	142	12.101.415	198	8,27
13	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	2.628,75	816.601	211	8,16
14	CEMENTOS DEL CARIBE S.A.	102,83	16.668.409	197	8,02
15	INTERBOLSA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	66,5	14.380.155	146	7,60
16	INDUSTRIAS ALIMENTICIAS NOEL S.A.	65,33	29.293.858	132	7,58
17	SOCIEDADES BOLIVAR S.A.	46,67	14.685.292	70	7,24
18	CORP. FIN. NACIONAL Y SURAMERICANA S.A.	52	5.037.669	134	7,18
	MEDIA BURSATILIDAD				
19	BANCO SANTANDER COLOMBIA S.A.	39,5	13.600.486	123	7,06
20	CIA. CELULAR DE COLOMBIA - COCELCO S.A.	37,33	2.010.068.660	95	6,99
21	CEMENTOS DEL VALLE S.A.	32,75	67.060.085	121	6,95
22	CARULLA Y COMPAÑIA S.A.	28,58	26.144.083	130	6,71
23	SIDERURGICA DE MEDELLIN S.A.	62,75	51.584.403	96	6,52
24	PROMIGAS S.A. E.S.P.	24	18.618.472	53	6,50
25	BANCO POPULAR S.A.	22,42	3.523.502	147	6,38
26	BANCO DE OCCIDENTE S.A.	19,75	23.742.918	119	6,25
27	CARTON DE COLOMBIA S.A.	16	27.564.623	64	6,13
28	CORP. FIN. DEL VALLE S.A. - PREFERENCIAL	13,5	17.597.473	52	5,97
29	SEGUROS DE VIDA ALFA S.A.	13,13	1.372.812	47	5,74
30	CIA. COLOMBIANA DE TEJIDOS S.A.	13,75	1.197.145	46	5,67
31	CIA. AGRICOLA DE SEGUROS DE VIDA S.A.	11	5.455.492	23	5,67
32	INVERSIONES REACOL S.A.	12,17	94.807.229	21	5,64
33	CORP. DE AHORRO Y VIVIENDA AV VILLAS S.A.	9,85	8.635.757	83	5,56
34	FABRICA DE HILADOS Y TEJIDOS DEL HATO S.A.	8,25	2.360.085	49	5,25
35	CIA. DE MEDICINA PREPAGADA COLSANITAS S.A	6	10.532.101	41	5,06
36	B.B.V. BANCO GANADERO S.A.- PREFERENCIAL	6,92	3.186.029	28	5,03
37	CEMENTOS DIAMANTE S.A. - PREFERENCIAL	6,18	814.881.528	15	4,84
38	TABLEROS Y MADERAS DE CALDAS S.A.	6,08	850.897	40	4,84
39	CEMENTOS RIOCLARO S.A.	4,25	136.884.278	26	4,72

* Calculado con base en valores de las variables frecuencia promedio de transacción por mes y volumen promedio de transacción por operación, durante el periodo comprendido entre el 1° de enero y el 31 de diciembre de 2000.

Esta edición se terminó de imprimir en septiembre de 2001.
Publicado por ALFOMEGA S.A.
Transversal 24 No. 40-44, Bogotá, Colombia.
La impresión y encuadernación se realizaron en
Red de impresión digital Cargraphics S.A.

El sector asegurador es un importante generador de recursos de ahorro institucional que ha promovido el desarrollo del mercado de capitales alrededor del mundo y ha canalizado inversión hacia los sectores industrial, financiero y constructor principalmente. En Colombia hasta la década de los ochenta las compañías de seguros aportaban más del 60% de los recursos movilizados por inversionistas institucionales. En los años noventa, si bien los fondos de pensiones y cesantías se han convertido en los mayores generadores de este tipo de recursos, el sector asegurador canalizó un monto de inversión promedio cercano a 2% del PIB (poco más de 3 billones de pesos en 2000). No obstante, el papel que juegue el sector asegurador como inversionista institucional está determinado en buena parte por la regulación que enfrente en materia de inversiones, así como por el nivel de desarrollo del mercado de capitales y por las condiciones específicas de la economía.

El objetivo de este trabajo es analizar el nuevo régimen de inversiones que se aplica en Colombia para las aseguradoras, identificando los principales efectos sobre el desempeño presente y futuro de estas compañías.

FEDESARROLLO

Alfaomega Grupo Editor S.A.

ISBN 958682331-

9 789586 823319