LOS SERVICIOS FINANCIEROS Y EL TLC CON ESTADOS UNIDOS:

Oportunidades y retos para Colombia

ROBERTO JUNGUITO B.
CRISTINA GAMBOA T.

CUADERNOS
FEDESARROLLO
14

Cuadernos de Fedesarrollo
Número catorce



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
Proyecto Agenda Colombia I
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

8 Petróleo y región: el caso del Casanare
Alejandro Gaviria - Juan Gonzalo Zapata - Adriana González

9 La sostenibilidad de las reformas del sector eléctrico
en Colombia
Ulpiano Ayala - Jaime Millán

10 Misión del ingreso público
Miembros del Consejo Directivo

11 Economías regionales en crisis: el caso del Valle del Cauca
Juan José Echavarría - Israel Fainboim - Luis Alberto Zuleta

12 El nuevo comercio minorista en Colombia
Mauricio Reina - Luis Alberto Zuleta

13 El leasing en Colombia: diagnóstico e impacto sobre la inversión y el crecimiento
María Angélica Arbeláez - Fabio Villegas - Natalia Salazar

14 Los servicios financieros y el TLC con Estados Unidos: oportunidades y retos para Colombia
Roberto Junguito - Cristina Gamboa (Editores)

Los servicios financieros y el TLC con Estados Unidos: oportunidades y retos para Colombia

Fedesarrollo - ANIF

Roberto Junguito B.
Cristina Gamboa T.
(Editores)

Diciembre, 2004

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

Primera edición: diciembre de 2004

© Fedesarrollo
© La Imprenta Editores Ltda.

ISBN: 958-682-363-6

Edición, armada electrónica: Fedesarrollo
Impresión y encuadernación: La Imprenta Editores Ltda.

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia

Contenido

INTRODUCCIÓN	vii
CAPÍTULO UNO ¿Qué se negocia en servicios financieros?	1
Introducción	1
El comercio de servicios financieros	2
Qué se negocia en servicios financieros en los TLC	11
Los servicios financieros en los TLC suscritos por Estados Unidos	19
CAPÍTULO DOS Los intermediarios financieros	39
Introducción	39
El sistema financiero estadounidense y el colombiano	39
Aspectos de la negociación en servicios financieros	66
CAPÍTULO TRES El sector asegurador	75
Introducción	75
La industria aseguradora: situación actual y perspectivas	75
El sector de servicios de seguros y relacionados con los seguros en las negociaciones comerciales	88
El sector asegurador colombiano ante las solicitudes de E.U. en las negociaciones de un TLC	90
Resumen lineamientos de negociación	97
CAPÍTULO CUATRO Los fondos privados de pensiones	101
Introducción	101
Descripción general de la industria de fondos de pensiones	103
Comparación sector de pensiones con otros países de América Latina	110
Los fondos privados de pensiones y la negociación de un TLC con E.U.	122
Reflexiones finales sobre el sector pensiones y la negociación del TLC	124

CAPÍTULO CINCO El mercado de valores, capitales y carteras colectivas 127
Introducción 127
Principales aspectos de la integración de los mercados de capitales de países en desarrollo y economías desarrolladas 128
El mercado de valores en Colombia 135
El mercado de valores y la administración de fondos en los Tratados de Libre Comercio de Estados Unidos 143

CAPÍTULO SEIS Aspectos macroeconómicos 157
Introducción 157
Experiencia internacional 159
Efectos sobre el crecimiento económico 161
Efectos sobre el grado de dolarización 165
Efectos sobre los movimientos de capitales 167
Conclusiones 168

BIBLIOGRAFÍA 171

La negociación en curso para suscribir un Tratado de Libre Comercio (TLC) entre Colombia y Estados Unidos incluye la estructuración de un capítulo sobre *Servicios Financieros,* que definirá las disciplinas que gobernarán el intercambio de esos servicios entre las Partes. Con el objeto de colaborar en la preparación del sector financiero colombiano para enfrentar con éxito este reto, en primer término este trabajo analiza los temas objeto de negociación en servicios financieros, identifica las materias que han hecho parte de los capítulos financieros negociados por Estados Unidos con otros países y señala los principales intereses de ese país en cuanto a servicios financieros en un TLC.

En segunda instancia, el estudio realiza un diagnóstico de la competitividad relativa de cuatro subsectores financieros de Colombia, en comparación con Estados Unidos, para formular recomendaciones de negociación sobre las diversas modalidades de prestación de servicios. Los segmentos financieros analizados son: i) los intermediarios financieros; ii) el sector asegurador; iii) los fondos privados de pensiones; y iv) el mercado de valores, capitales y carteras colectivas.

Por último, el trabajo evalúa los efectos macroeconómicos de las negociaciones comerciales en materia de servicios financieros, en particular los efectos sobre el crecimiento económico, la cuenta de capitales de la balanza de pagos y la dolarización de la economía.

Objetivos del estudio

El 18 de mayo pasado se inició la negociación de un Tratado de Libre Comercio (TLC) entre Estados Unidos, por un lado, y Colombia, Ecuador y Perú, por otro. Tras ocho rondas de negociación, el proceso deberá concluir en el primer trimestre de 2005. Esta negociación constituye una oportunidad para que Colombia se inserte de manera positiva en el proceso de globalización económica mundial, pero a la vez implica grandes desafíos para los sectores económicos. A la vuelta de pocos años, el país estará en un entorno completamente nuevo, en el que la productividad y la competitividad reemplazarán las ventajas artificiales otorgadas por la protección.

Dada la trascendencia del TLC para el sector financiero, los gremios del sector decidieron desde el anuncio de la negociación prepararse para definir la posición del sector privado financiero. Como resultado, Fedesarrollo y ANIF fueron contratados por un consorcio representativo del conjunto de agremiaciones del sector financiero, compuesto por AFIC, Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, Bolsa de Valores de Colombia, Fasecolda, Fedeleasing e ICAV, para elaborar un estudio dirigido a la preparación para las negociaciones comerciales en servicios financieros, en desarrollo del TLC con Estados Unidos (E.U.). Esta versión del estudio para la serie *Cuadernos de Fedesarrollo* presenta un resumen de los resultados del trabajo que adelantó un grupo destacado de expertos de las dos instituciones entre diciembre de 2003 y mayo de 2004. Roberto Junguito actuó como director del proyecto y la coordinación del mismo estuvo a cargo de Cristina Gamboa, quién coeditó con el director esta versión del mismo.

Contenido del estudio y conclusiones

Esta versión del trabajo se compone de seis capítulos, cuyo contenido y autores se exponen a continuación. El Capítulo 1 *¿Qué se negocia en servicios financieros?* fue elaborado por Mauricio Reina y Cristina Gamboa, Investigadores de Fedesarrollo. Además de analizar los temas objeto de negociación en servicios financieros, identifica las materias que han hecho parte de los capítulos financieros negociados por Estados Unidos con otros países y señala los principales intereses de este país en cuanto a servicios financieros (SF) en un TLC.

Los siguientes cuatro capítulos comparten una misma estructura: un diagnóstico de la competitividad relativa del subsector financiero en cuestión en comparación con E.U. Con base en este análisis, estos capítulos formulan recomendaciones sobre las diversas modalidades de prestación de servicios, así como los riesgos y oportunidades de la apertura financiera con Estados Unidos. El Capítulo 2, *Los intermediaros financieros,* fue adelantado por Juan Carlos Jaramillo, Investigador de Fedesarrollo, Natalia Salazar, Vicepresidente de ANIF, Francisco Mejía y Catalina Prieto, Investigadores de ANIF. El Capítulo 3 *El sector asegurador,* fue elaborado por Mauricio Reina y Cristina Gamboa, Investigadores de Fedesarrollo. Entre los insumos usados para la elaboración del mismo se sobresale un diagnóstico del sector por María Angélica Arbeláez, María Lucía Guerra y Carolina Latorre, también de Fedesarrollo. El Capítulo 4, *Los Fondos Privados de Pensiones,* fue liderado por Carlos Caballero, Investigador de Fedesarrollo, con la asistencia de Camilo Domínguez, los cuales se apoyaron en un trabajo de diagnóstico del sector de fondos de pensiones realizado por Natalia Salazar, Francisco Mejía y Catalina Prieto de ANIF. El último capítulo sectorial es el 5, *El Mercado de Valores, Capitales y las Carteras Colectivas,* por María Angélica Arbeláez y María Lucía Guerra, Investigadoras de Fedesarrollo.

El Capítulo 6, *Aspectos macroeconómicos,* fue realizado por Mauricio Cárdenas, Director Ejecutivo de Fedesarrollo. Allí se analizan los efectos macroeconómicos de las negociaciones comerciales en materia de SF y, en particular, se discuten los efectos sobre el crecimiento económico, la cuenta de capitales de la balanza de pagos y la dolarización de la economía.

A manera de balance de los resultados del estudio, se destaca que aunque Colombia cuenta con un sector financiero mucho más pequeño y menos desarrollado que el de Estados Unidos, el sector ha estado, de tiempo atrás, relativamente abierto al exterior. El sector financiero nacional es hoy competitivo en cada uno de sus diferentes subsectores: intermediación financiera, seguros, pensiones y valores. Por lo tanto, el sector financiero está preparado para recibir una mayor *presencia comercial* del exterior a través de nuevas inversiones extranjeras. Se considera, sin embargo, esencial que esta inversión se estructure sobre la base de del establecimiento de empresas que cumplan con las normas legales vigentes, que dispongan de un patrimonio propio e independiente, y que la presencia no se efectúe con sucursales entendidas como *branches*, simplemente apalancadas por el capital de la casa matriz en el exterior.

Con respecto a la prestación de servicios de forma transfronteriza, la principal recomendación del estudio es que los mismos, tal como lo ha negociado Estados Unidos en otros tratados, se establezcan sobre la base del método de *lista positiva*, exigiéndose el registro ante la Superintendencia Bancaria. Además, es aconsejable que Colombia no adquiera compromisos más allá que los asumidos por las contrapartes de E.U. en TLCS recientes.

Como interés ofensivo en las negociaciones, los diferentes subsectores financieros colombianos tienen interés de lograr, como resultado del acuerdo comercial, la entrada al mercado estadounidense. El propósito es aprovechar ciertos nichos de mercado de los colombianos residentes en el exterior, como son las remesas del exterior, pensiones, préstamos de vivienda, valores y seguros.

El estudio identifica también que el TLC debe traducirse en una mayor eficiencia del sector financiero y crecimiento de la economía. No obstante, también se identificó de inmensa importancia convenir con E.U. el mantenimiento, por parte de las autoridades colombianas, de la capacidad de ejercer un debido control sobre los flujos de capitales de corto plazo cuando ello sea necesario.

Comentarios finales

Por último, en esta sección es ineludible hacer referencia a las limitaciones del trabajo y a los aspectos institucionales sobre su difusión. La mayor limitación es, sin duda, el énfasis que aquí se otorga a las implicaciones económicas del TLC entre Colombia y Estados Unidos frente a los aspectos jurídicos, que deben incluirse en la redacción del capítulo financiero. En virtud de las ventajas comparativas y la especialización de Fedesarrollo y ANIF, el estudio es de tipo económico y las recomendaciones que se desprenden de éste otorgan elementos muy importantes para incorporar en el texto del eventual capítulo financiero del TLC, aunque no están redactados en términos jurídicos precisos.

Otras limitaciones se refieren a la envergadura y detalle del propio análisis económico. Algunas de las conclusiones que se derivan en los diversos capítulos sobre las fortalezas y debilidades del sector financiero colombiano provienen de estudios comparativos adelantados en diversos documentos publicados en la literatura reciente y no sólo en investigaciones directas o modelos propios de medición. Esto es especialmente cierto en el capítulo

Aspectos macroeconómicos. Sin embargo, se considera que, en general, las conclusiones presentadas siguen siendo válidas en la actualidad.

Con relación a los aspectos institucionales es necesario aclarar lo siguiente: el contenido del estudio, así como las conclusiones y recomendaciones que se derivan de este son responsabilidad exclusiva de Fedesarrollo y ANIF. Por lo tanto, estas no necesariamente son compartidas por cada una de las agremiaciones que contrataron el trabajo o de los empresarios financieros y expertos consultados. Esperamos que el estudio resulte de utilidad en las negociaciones comerciales y para todos los interesados en estos temas.

CAPÍTULO UNO*

¿Qué se negocia en servicios financieros?

1. Introducción

Colombia está adelantando este año negociaciones con Estados Unidos (E.U.) en el área de servicios financieros en el marco de la conformación de un Tratado de Libre Comercio (TLC). Este acuerdo bilateral se sumará a por lo menos otros 18 acuerdos de libre comercio del hemisferio occidental que, desde la entrada en vigor del TLC entre Canadá, Estados Unidos y México en 1994, han asumido compromisos en esta materia[1]. Además, en 1995 los SF se incluyeron en el ámbito de la Organización Mundial del Comercio (OMC) a través del primer Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS, por su sigla en inglés) y son objeto de negociación continuada a nivel multilateral. Así, las negociaciones en servicios financieros, un tema relativamente novedoso, han encontrado acogida tanto en el ámbito regional como multilateral.

En este contexto, este capítulo tiene dos objetivos principales: i) analizar la cobertura y alcance de las negociaciones comerciales en servicios financieros (SF); y ii) evaluar los compromisos asumidos por las Partes en recientes TLCS suscritos por Estados Unidos (E.U.) y de relevancia para nuestro país, con el fin de identificar los posibles intereses defensivos y ofensivos de E.U. en las negociaciones con Colombia.

En la siguiente sección se analiza la importancia de los servicios en las economías, el comercio de servicios y de servicios financieros (SF), las principales barreras a su intercambio y la literatura sobre los efectos económicos de la liberalización del comercio de SF. La sección I.C explica cuáles son las materias objeto de negociación en SF en los acuerdos de libre comercio y los elementos que determinan la cobertura temática de estas negociaciones. Por último, se evalúa lo negociado en el área de SF en los Tratados de Libre Comercio (TLCS) suscritos por Estados Unidos que son de interés para Colombia.

---

* Capítulo preparado por Mauricio Reina y Cristina Gamboa, Investigadores de Fedesarrollo.

1 Existe un antecedente anterior al acuerdo comercial entre Canadá, Estados Unidos y México (NAFTA, por su sigla en inglés) en el hemisferio: el TLC entre Canadá y Estados Unidos de 1989. Con base en este acuerdo bilateral se construyó NAFTA.

2. El comercio de servicios financieros

El comercio internacional de servicios, incluyendo los financieros, tiene lugar bajo cuatro modos de prestación, de los cuales dos de ellos involucran la movilidad de los factores de producción capital y trabajo. Los términos utilizados para describir la movilidad de estos factores son el *modo 3* de *presencia comercial*, que es de gran importancia en el caso específico del comercio de los servicios financieros (SF), y el *modo 4* de *movimiento temporal de personas*. Hay otras dos formas de prestar servicios internacionalmente, que se denominan como el *modo 1* de *comercio transfronterizo* y el *modo 2* de *consumo en el extranjero*. Todas estas categorías están definidas en el Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS), y son el eje central para adquirir compromisos en las negociaciones comerciales internacionales en servicios, incluyendo los financieros. A continuación se definen estos cuatro modos de prestación de servicios en el comercio internacional:

Modo 1: *comercio transfronterizo* (CT): el CT tiene lugar cuando el servicio cruza una frontera nacional, por ejemplo cuando se da la compra por parte de un consumidor de servicios financieros de un proveedor extranjero. Bajo esta modalidad el servicio es el que viaja, de forma análoga al comercio de bienes.

Modo 2: *consumo en el extranjero* (CE): el CE ocurre cuando un consumidor se desplaza al país del proveedor del servicio para adquirirlo. Los ejemplos más comunes son los consumos en el extranjero relacionados con actividades turísticas, servicios de mantenimiento de barcos y aviones, y servicios de educación y salud.

Modo 3: *presencia comercial* (PC): la PC tiene relación con la inversión extranjera directa (IED), pues sucede cuando una empresa de un país ubica una filial o subsidiaria en otro para prestar sus servicios en él.

Modo 4: *presencia física de personas* (PFP): la PFP involucra el desplazamiento temporal de personas de un país a otro para suministrar un servicio. A modo de ejemplo, se pueden mencionar los proveedores independientes de servicios (consultoría) y empleados de firmas multinacionales trasladados temporalmente a otro país.

A pesar de esta clara definición de formas de comercio exterior de servicios, existen serias dificultades para analizar su magnitud y evolución. De hecho, se presenta una sistemática subestimación del tamaño del comercio de servicios en las estadísticas disponibles. La balanza de servicios de la

cuenta corriente de Balanza de Pagos (BP) del FMI es la fuente principal de información y tiene cifras de comercio sobre los modos 1 y 2, pero no contempla el comercio relacionado con los factores capital y trabajo (modos 3 y 4)[2].

Esta subestimación estadística está relacionada con las características distintivas de los servicios, pues son intangibles, no almacenables, y su producción y consumo ocurren de forma simultánea. Así, a diferencia de lo que sucede con los bienes, el comercio de servicios no pasa por aduanas nacionales, dificultando su registro y cuantificación.

El comercio de servicios enfrenta barreras que también son difíciles de estimar, pues no son explícitas como son los aranceles en el caso del comercio de bienes. Estas barreras corresponden a políticas nacionales que se reflejan en leyes y regulaciones. Incluyen, por ejemplo, el caso de una empresa extranjera que enfrenta prohibiciones a la entrada a operar en sectores como el de servicios públicos, o la negativa de acceso a empresas extranjeras con presencia local a sistemas de distribución y comunicación en sectores tales como el de telecomunicaciones y el financiero.

A continuación se discute, utilizando las estadísticas disponibles, la importancia económica de la producción y el comercio de servicios, con énfasis en el comercio de servicios financieros, y en los casos de Estados Unidos y Colombia. Luego se revisan las principales formas que pueden tomar las barreras al comercio de SF, y la literatura más relevante sobre los efectos económicos de la liberalización del comercio de SF.

2.1. *La producción de servicios*

El peso del sector servicios ha tendido a aumentar en todos los países en las últimas décadas, en términos de su participación en el producto y la generación de empleo. Así, en los países desarrollados miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la producción de servicios como porcentaje del producto interno bruto (PIB) pasó de 58,7%

---

[2] Un inconveniente adicional es que no existe una clasificación estándar internacionalmente aceptada para describir sectores de servicios. Existe, sin embargo, un esfuerzo conjunto de entidades multilaterales y otros organismos para avanzar en homologar la recolección básica de datos y su clasificación, de conformidad al manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional. Véase Naciones Unidas *et al.*(2002).

en 1980 a más de 70% en 2000, mientras que el empleo en el sector aumentó de 57,7% del total de puestos de trabajo a 69% en el mismo período. En el mismo lapso, América Latina y, en particular, Colombia, registraron un proceso similar, de manera que el sector de servicios colombiano alcanzó 56,5% del PIB en el año 2000 y generó 73% del empleo nacional, cuando en 1980 estas participaciones eran de 47,6% y 64,6%, respectivamente.

Este proceso obedece, por un lado, al cambio que en años recientes ha experimentado el sector por los notorios avances en tecnologías de la información y las comunicaciones, permitiendo entre otros aspectos novedosas formas de realizar transacciones de servicios entre países. Por otro lado, los recientes procesos nacionales de privatización y desregulación estatal también han tenido una incidencia positiva en este desarrollo, sobre todo en los casos en que han fomentado la competencia y han implicado ganancias en eficiencia en sectores de servicios[3].

Esta apreciación general, sin embargo, debe tomarse con cautela, en la medida en que el término "servicios" mezcla una amplia gama de industrias heterogéneas entre sí. Los "servicios" pueden desagregarse en dos grandes categorías: *servicios intermedios* y *servicios con demanda final*. Esta última agrupación está compuesta por turismo, recreación, servicios relacionados con la salud y la educación, y servicios afines con el medio ambiente. Por su parte, los *servicios intermedios* incluyen los subsectores de comunicaciones, transporte, servicios financieros, electricidad y gas, distribución, construcción y servicios prestados a las empresas[4]. Por lo tanto, considerando esta gran diversidad de clases de servicios, el desempeño reciente de un determinado subsector puede tener relación con otros elementos distintos a los anteriormente mencionados.

La composición del sector servicios varía de forma significativa entre las economías dependiendo de su nivel de desarrollo. En los países desarrollados, los *servicios con demanda final* como educación, salud y turismo pesan mucho más en el total del sector servicios, en comparación con la participación de los mismos en el sector servicios de países en desarrollo. La explica-

---

[3] Véase Banco Mundial (2002), "Trade in Services: Using Openness to Grow", capítulo 3.

[4] Si bien no existe una clasificación estándar aceptada en el mundo para describir sectores de servicios, las anteriores categorías corresponden a una de tres de las más comunes: la Central Product Classification (CPC) de Naciones Unidas, aceptada para la elaboración de cuentas nacionales.

ción radica en que la demanda por este tipo de servicios tiende a ser elástica al ingreso. Por lo tanto, al comparar sectores de servicios entre países desarrollados y en desarrollo, es relevante tener en cuenta que se están considerando estructuras cualitativamente distintas.

2.2. *Servicios financieros: su comercio internacional y la relevancia de los cuatro modos de prestación*

a. El comercio de servicios[5]

El comercio internacional de servicios es dominado por los países desarrollados. Los primeros tres exportadores mundiales de servicios son, en su orden, la Unión Europea (UE), Estados Unidos y Japón, cuyas exportaciones combinadas representaron 66% del comercio mundial de servicios en 1998. Además, el comercio desarrollado entre la UE, E.U. y Japón es muy alto, y equivalió a 42% del comercio mundial total de servicios en 1998[6].

El comercio de *servicios transfronerizos*, entendido en su definición amplia abarcando los modos 1 y 2 de suministro definidos anteriormente, ha sido el renglón más dinámico del comercio internacional en los últimos tiempos. El Gráfico 1 muestra que, según cifras de BP que consideran los *modos 1 y 2*, entre 1985 y 2001 el comercio de servicios transfronterizos creció a una tasa anual promedio de 8,4%, superior al 7,4% registrado para los bienes en igual lapso. En términos de valor, el comercio mundial de servicios transfronterizos alcanzó US$1,5 billones en 2001, que equivale a 25% del comercio de bienes y servicios.

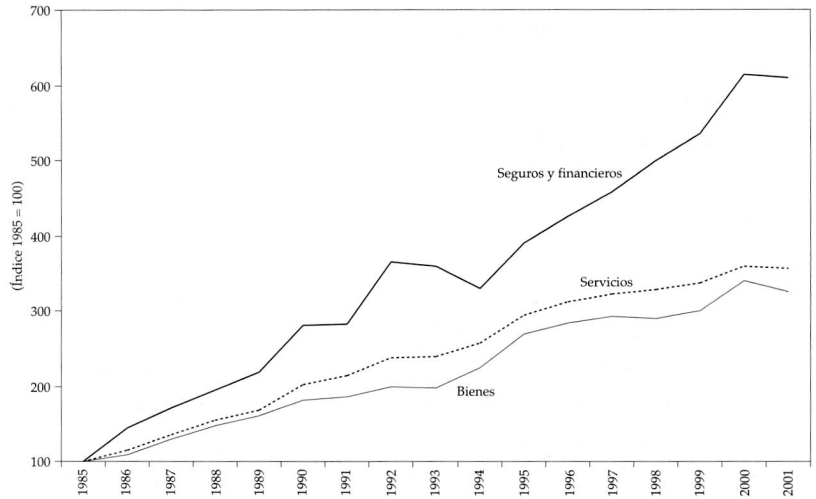
En el caso de E.U. el comercio de servicios transfronterizos no ha tenido una dinámica muy distinta a la del comercio de bienes en años recientes. Entre 1985 y 2001, tanto el comercio de servicios transfronterizos como el de bienes de este país crecieron a una tasa anual promedio de 7,8%. En 2001 el valor de su comercio de servicios (exportaciones más importaciones) llegó a US$486.620 millones, que representa 4,8% del PIB de E.U. Cabe anotar que

---

[5] Esta sección y la siguiente utilizan primordialmente datos fuente Balance of Payment Statistics (BOPS) el FMI de agosto de 2003. Incluyen el comercio bajo modo 1 (comercio transfronterizo) y modo 2 (consumo en el extranjero).

[6] Maurer, A. y P.Chauvet (2002), en Hoekman *et al.*, pg.239.

Gráfico 1. Mundo: Comercio en servicios transfronterizos, bienes y servicios financieros 1985-2001



Notas: "Servicios" según Balanza de Pagos, que incluye modo de prestación tranfronterizo (modo 1) y consumo en el extranjero (modo 2). Comercio mundial se define como $(X+|M|)2$.
Fuente: cálculos de Fedesarrollo con datos FMI-BOPS.

este último porcentaje es considerablemente inferior al registrado para el promedio de países industrializados (9% del PIB).

Por su parte, la evolución reciente del comercio de servicios transfronterizos de Colombia ha sido menos dinámica que la registrada para el promedio mundial y E.U. Entre 1994 y 2001 el comercio de servicios colombiano creció 4,6% anual en promedio, mientras que el comercio de bienes aumentó a una tasa inferior (3,1%) en el mismo período[7]. Así, el comercio de servicios transfronterizos colombiano alcanzó alrededor de US$5.700 millones en 2001, cifra que equivale a 18% del comercio de bienes y servicios, y que es superior al promedio latinoamericano (15% del comercio de bienes y servicios).

---

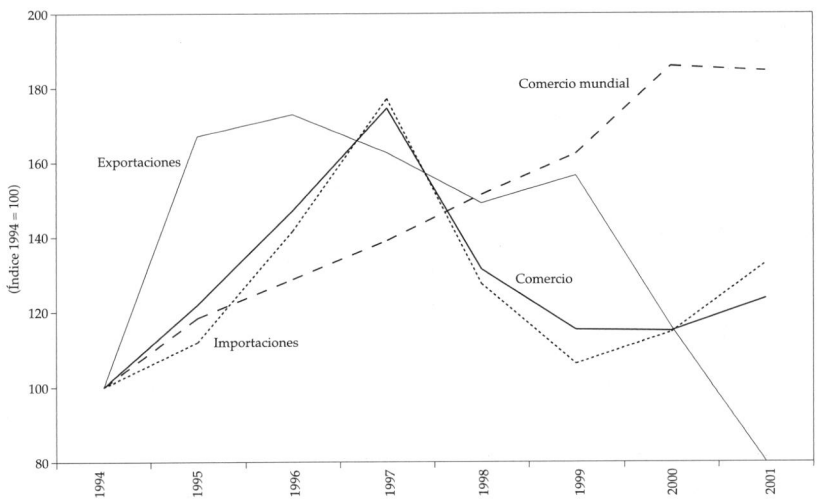
7 En 1994 Colombia implementó cambios metodológicos por sugerencia del FMI en la estimación de la balanza de servicios por parte del Banco de la República, razón por la cual los datos no son comparables para años anteriores. El Emisor hace una encuesta trimestral entre distintos proveedores especializados en cada uno de los servicios para elaborar dicha balanza.

b. El comercio de servicios financieros[8]

El Gráfico 1 muestra que el comercio mundial de SF de forma transfronteriza ha sido mucho más dinámico que el de bienes y servicios. De hecho, el comercio mundial de SF registró un crecimiento anual promedio de 12% entre 1985 y 2001. Este ritmo es además superior al desempeño del comercio de SF de E.U., que aumentó 7,8% promedio anual en igual período. Según el Banco Mundial (2002), el avance en materia de tecnologías de la información ha sido un motor importante del crecimiento del comercio de SF. Hay que resaltar que el peso del comercio de SF en el mundo es relativamente bajo, pues equivale a 1,4% del comercio de bienes y servicios. Esta misma participación es ligeramente superior en el caso del comercio de SG de E.U. (2%).

El Gráfico 2 muestra las cifras disponibles para Colombia sobre el comercio de SF. Estos datos son parciales, pues las series comerciales sobre servi-

Gráfico 2. Colombia: comercio en servicios transfronterizos de seguros y financieros



Notas: "Servicios" según Balanza de Pagos, que incluye modo de prestación tranfronterizo (modo 1) y consumo en el extranjero (modo 2). Comercio mundial se define como $(X+|M|)/2$.
Fuente: cálculos de Fedesarrollo con datos FMI-BOPS.

[8] El comercio de servicios financieros se define en esta sección como servicios de seguros y financieros, según las dos categorías equivalentes de la balanza de servicios de la cuenta corriente de BP.

cios de seguros del país para los años noventa sólo reportan datos para tres años (1996, 1997 y 1999). Teniendo en cuenta esta deficiencia, las estadísticas parecen señalar que el comercio de SF de Colombia ha sido menos dinámico que el mundial. Las cifras disponibles indican que entre 1994 y 2001 el comercio de SF creció a un ritmo anual promedio de 3% (inferior al 9,1% registrado para el mundo en igual lapso), las ventas externas de SF cayeron -3,1%, y sus importaciones aumentaron 4,2%. Por último, cabe anotar que en 2001 el comercio de SF representó cerca de 1,4% del comercio de bienes y servicios de Colombia, porcentaje que podría ser superior de haber datos registrados sobre el comercio de servicios de seguros para ese año.

A continuación se reseña un trabajo que cuantifica el comercio de servicios considerando los cuatro modos de suministro los mismos. Desafortunadamente no existen estudios similares para el caso específico del comercio de SF.

c. El comercio de servicios por modos de prestación

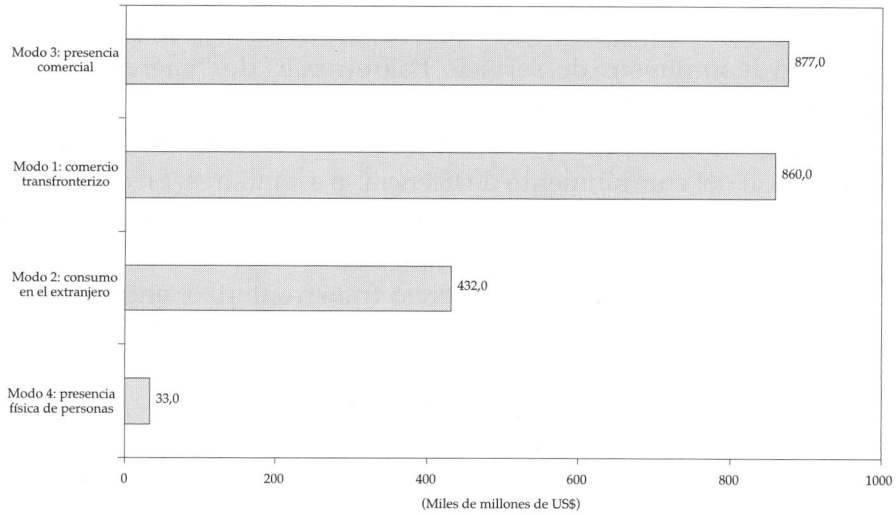
Maurer y Chauvet (2002) realizan un ejercicio basados en Karensty (2000) contemplando los cuatro modos de suministro de servicios para dimensionar el tamaño de su comercio. Como ya se mencionó, las estadísticas derivadas de la BP subestiman el comercio de servicios, por lo cual este ejercicio cobra especial relevancia. El trabajo consiste en agregar a las cifras de BP otras fuentes de información sobre el movimiento temporal de personas, los flujos de inversión extranjera directa (IED) y las transferencias entre filiales de empresas multinacionales (*Foreign Affiliate Transfers*, FATS)[9].

El trabajo en mención encuentra que el comercio de servicios alcanzó US$2,2 billones en 1998, que es 57% superior al valor derivado de estadísticas de BP. El Gráfico muestra que, según este estudio, el *modo 3* es el más importante en el comercio internacional, y junto con el *modo 1* representan 78,9% del comercio mundial en servicios. Los *modos 2 y 4*, por su parte, representan 19,6% y 1,5%, de dicho comercio respectivamente.

En resumen, las estadísticas de BP subestiman de forma considerable el comercio de servicios. De hecho, el trabajo mencionado muestra que la diferencia puede ser de casi 60%, ya que el modo 3 de *presencia comercial*, y que

[9] Maurer y Chauvet (2002), pg.242.

Gráfico 3. Mundo: flujos de comercio de servicios por modo de suministro en 1998



Nota: Las cifras no incluyen servicios del gobierno.
Fuente: Maurer, A. y P.Chauvet (2002) basado en Karsenty (2000), en Hoekman et al. tabla 25.8, pg.242.

tiene una relación estrecha con la IED, es el más importante en el comercio internacional de servicios.

2.3. Barreras al comercio de servicios financieros

Como consecuencia de la simultaneidad en la producción y consumo de los servicios, no es posible aplicar barreras a su comercio en el momento en que traspasan las fronteras, como sucede en el caso de los bienes y las tarifas arancelarias. Por lo tanto, el comercio de servicios suele restringirse a través de políticas nacionales que limitan la movilidad de los factores capital y trabajo, o que reducen el *acceso a mercados* a los servicios extranjeros y sus proveedores[10].

Hoekman y Braga (1997) clasifican las barreras al comercio de servicios en cuatro grandes grupos: i) *restricciones cuantitativas*, como cuotas y requisitos de contenido nacional; ii) *instrumentos basados en precios*, como la

[10] Stern, R. (2002), "Quantifying Barriers to Trade in Services", en Hoekman *et al.*, capítulo 26.

fijación de tarifas de servicios por el gobierno o controles a los precios; iii) *licencias y estándares*, por lo general otorgadas o determinados por el gobierno; y iv) acceso discriminatorio a redes de distribución de servicios.

Es útil discutir qué tipo de barreras específicas se emplean en el caso de cada modo de suministro del servicio. Bajo el *modo 1* de comercio transfronterizo, en la medida en que el servicio viaja, las barreras más comunes son las cuantitativas aplicadas a proveedores extranjeros de servicios, así como la imposición del cumplimiento de licencias o estándares. En el caso de los SF, estas barreras pueden tomar la forma de límites al número total de operaciones, condiciones a la manera en que se pueden anunciar los servicios y restricciones de tipo legal al comercio transfronterizo, entre otros. Las barreras del *modo 2* de consumo en el extranjero pueden ilustrarse con la imposición de restricciones a la adquisición de seguros de salud en el exterior por parte de turistas para el consumo durante su viaje.

El suministro transfronterizo y el consumo en el extranjero no es factible para muchos servicios, por lo cual se requiere de movilidad en los factores de producción para la provisión de servicios extranjeros. Así, en el caso del *modo 3* relacionado con la IED, las barreras al comercio más destacadas son de carácter regulatorio, entre las cuales se encuentran las siguientes: limitaciones a la participación de capital extranjero, restricciones relativas al tipo de entidad jurídica para que el inversionista extranjero pueda establecerse en el territorio nacional, límites al valor de las operaciones, límites a la repatriación de dividendos, restricciones al control extranjero en algunos sectores de servicios, y requisitos de registro de la IED que involucren procedimientos gravosos para los inversionistas.

Por su parte, el *modo 4* de movimiento temporal de trabajadores enfrenta barreras relacionadas con licencias y estándares, y restricciones basadas en precios, tales como visas para ingresar a otro territorio, cuyos precios pueden actuar como una barrera a la entrada. Así mismo, la expedición de permisos de trabajo para personal temporal puede estar condicionada a una *prueba de necesidad económica*, que requiere demostrar que los productores locales de servicios no están en capacidad de prestar un servicio antes de permitir su importación. Otro tipo de barreras utilizadas para el modo 4 corresponde a los requisitos de reconocimiento de títulos y las certificaciones de estudios. También hay barreras naturales a la entrada relacionadas con la cultura y el lenguaje. Muchos países imponen barreras que van más allá de las calificaciones de los trabajadores, como requisitos de nacionali-

dad y límites numéricos a la contratación de extranjeros en algunos sectores y cargos directivos.

¿Qué puede decirse respecto al tamaño de las barreras bajo los distintos modos de prestación de servicios? Si bien en la literatura existen diversas aproximaciones para medirlas, Whalley (2003) sostiene que solamente podemos inferir que son grandes, y mucho más en los países en desarrollo en comparación con los países desarrollados. El autor argumenta que existen problemas conceptuales con todas las estimaciones que se han realizado sobre el tamaño de las barreras al comercio en servicios, incluyendo los financieros. Por lo tanto, los resultados de la literatura empírica sobre este tema deben ser tomados con cierta precaución.

En la siguiente sección se define y analiza la cobertura, los principios de liberalización y otros compromisos asumidos por las Partes de un acuerdo comercial que contemple el área de SF.

3. Qué se negocia en servicios financieros en los TLCs

Desde el 1 de enero de 1994, fecha de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio entre Canadá, Estados Unidos y México (NAFTA, por su sigla en inglés), se han suscrito por lo menos 18 acuerdos de libre comercio en el hemisferio occidental que incorporan disciplinas para liberalizar el comercio de servicios financieros (SF). Así mismo, un año después del NAFTA los SF se incluyeron en el ámbito de la OMC a través del primer Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS) y son objeto de negociación continuada en el contexto multilateral[11].

De esta manera, las negociaciones en SF son un tema relativamente novedoso, cuyo ámbito puede analizarse a través de tres elementos, tanto en el GATS como en el caso de los mencionados Tratados de Libre Comercio (TLCs). Estos elementos son: i) la cobertura de los acuerdos, ii) las obligaciones generales de los mismos y iii) otros compromisos. A continuación se explican estos temas y, en algunos casos, se hace referencia a los servicios en un sentido más amplio que el subsector de servicios financieros[12].

---

[11] Como ya se mencionó, existe un antecedente anterior al NAFTA en el hemisferio: el TLC entre Canadá y Estados Unidos de 1989. Este acuerdo contempló la eliminación de algunos tratamientos discriminatorios existentes entre estos dos países en relación con el comercio de SF, bajo un enfoque de negociación de lista positiva.

3.1. Cobertura de los acuerdos en el área de servicios financieros

La cobertura de los acuerdos comerciales que contemplan los servicios financieros puede variar según tres factores principales. El primero se relaciona con el *enfoque* elegido para desarrollar la negociación, el segundo con las *excepciones* contempladas específicamente en el texto del acuerdo respecto a los compromisos u obligaciones contraídas, y el tercero con los *modos de suministro de servicios* que definen el ámbito de aplicación del mismo.

a. Los enfoques de negociación

El enfoque o método de negociación puede tomar la forma de *listas positivas* o *listas negativas*. El primer método ha sido utilizado en el GATS y en el acuerdo del Mercado Común del Sur (Mercosur)[13]. El enfoque de *lista negativa* ha sido empleado en NAFTA, el acuerdo entre Colombia, México y Venezuela (G-3), la Comunidad Andina (CAN), y otros acuerdos subregionales impulsados por estadounidenses, chilenos y mexicanos[14].

La lista positiva

La *lista positiva* permite que una Parte de un acuerdo comercial defina la lista de sectores a los que aplican los compromisos del mismo (y que no se aplican al resto de sectores). De esta manera, este enfoque de negociación otorga posibilidades para una liberalización gradual.

El enfoque de *lista positiva* permite aclarar los compromisos asumidos para cada uno de los sectores a los que aplican los compromisos del acuerdo. Esto puede hacerse mediante los denominados *compromisos horizontales*, que cubren a todos los subsectores inscritos para ser cubiertos por las disciplinas del acuerdo. Con este propósito también pueden asumirse *compromisos específicos*, que aplican solamente a los subsectores enumerados.

---

[12] La mayoría de las definiciones generales que se utilizan en esta sección provienen de OEA *et al.* (2003), "Diccionario de Términos de Comercio".

[13] El enfoque de lista positiva se conoce también como estrategia de abajo hacia arriba.

[14] Véase Hoekman *et al.* (2002), capítulo 33.

La lista negativa

El enfoque de *lista negativa* contempla que las Partes de un acuerdo comercial especifiquen los sectores a los que no se aplican los compromisos del mismo (y que sí aplican al resto de sectores). Por lo tanto, este método tiende a promover una amplia y rápida liberalización[15].

Para distinguir los sectores que no asumen los compromisos del acuerdo comercial bajo este enfoque de negociación se utilizan *lista de reservas*, que se incluyen como un anexo a los capítulos a los que hacen referencia. Estas listas pueden tomar de tres formas distintas. La primera es la *lista de medidas disconformes*, o *lista 1*, que es un inventario de las medidas restrictivas que se consideran actualmente incompatibles con las principales disciplinas del capítulo de servicios. La inclusión de estas *medidas disconformes* implica que las disposiciones derivadas de leyes, regulaciones y otras normas incorporadas en la lista mencionada se van a mantener una vez entre en vigor el acuerdo comercial.

La segunda lista de reservas es la *lista 2*, que contiene las *futuras medidas disconformes*, que posibilitan adoptar en el futuro las medidas allí listadas y que son contrarias a las obligaciones generales del acuerdo. Por último, la *lista 3* de *excepciones* al trato de Nación Más Favorecida (NMF) abarca las exigencias de reciprocidad a cambio del trato preferencial, conceptos que se explican más adelante.

En consecuencia, el método de *lista negativa* presenta una diferencia fundamental en comparación con la *lista positiva*. Al negociar utilizando este último enfoque, basta con conocer los sectores y modos de suministro que se está entregando durante el desarrollo de la negociación. Pero al utilizar el método de *lista negativa*, el país menos avanzado es más vulnerable durante las negociaciones comerciales, pues debe comprender en detalle el universo de negociación así como sobre su futuro desarrollo.

Por lo tanto, para enfrentar con éxito las negociaciones que utilicen el mecanismo de lista negativa, se requiere de gran preparación para las negociaciones comerciales mediante una revisión comprehensiva de todas las medidas que afectan los servicios de un país. En el caso de los SF, el enfoque de lista negativa obliga a contar con un inventario detallado de las leyes y

---

[15] El método de lista negativa también se conoce como estrategia verticalista.

regulaciones de carácter prudencial que se quieren mantener y también de las que se pueden utilizar en el futuro en relación con el desarrollo y estabilidad del sistema.

b. Excepciones

Las *excepciones* son el segundo factor que influye sobre la cobertura de un acuerdo comercial en el área de SF[16]. Estas *excepciones* son distintas a las *listas de reservas*, utilizadas en el enfoque de negociación de *lista negativa*, ya que las primeras no requieren que se especifique el tipo de acceso y de trato afectado por la decisión de retirar un sector de los compromisos del tratado. Los acuerdos comerciales suelen incluir varias *excepciones*, que aplican a todas las Partes del acuerdo y eximen a dichas Partes de las disposiciones del mismo. Hay que resaltar que, en términos generales, estas *excepciones* son de aceptación común al negociar estos acuerdos y, por lo tanto, tienden a no ser objeto de negociación.

Las materias sujetas a ser tratadas como *excepción* cubren cuatro tipos de medidas referidas al sistema financiero: i) medidas prudenciales, ii) medidas en cumplimiento de políticas monetarias y relacionadas; iii) medidas para limitar las transferencias con motivos de estabilidad del sistema financiero; y iv) medidas para asegurar la observancia de leyes y regulaciones.

Medidas por motivos prudenciales o cautelares. Los acuerdos comerciales en el área de servicios financieros contemplan como *excepción* la adopción o mantenimiento de este tipo de normas de autoridades reguladoras o administrativas. Entre estas disposiciones se encuentran la protección de inversionistas, depositantes, tenedores de pólizas o personas con las que una institución financiera o un proveedor transfronterizo de servicios financieros tenga contraída una obligación fiduciaria, o para garantizar la integridad y estabilidad del sistema financiero.

Medidas en cumplimiento de políticas monetarias y de crédito conexas o cambiarias. Se aprueba como excepción que una Parte puede aplicar medidas adoptadas por cualquier entidad pública en cumplimiento de políti-

---

[16] Estas excepciones se contemplan de forma específica en el texto de un acuerdo comercial y son medidas que las Partes de un acuerdo pueden tomar a pesar de ser contrarias a los compromisos y obligaciones contraídas en el mismo.

cas monetarias y de crédito conexas o cambiarias. Estas medidas deben ser de carácter general y no discriminatorias entre agentes financieros.

Medidas para limitar las transferencias. Se admite como excepción que las transferencias entre instituciones financieras o prestadores de servicios financieros transfronterizos pueden restringirse, como podría ser el caso de una grave crisis de Balanza de Pagos. De hecho, la medida adoptada en relación con esta limitación de transferencias debe ser de aplicación equitativa, no discriminatoria y de buena fe, y con el objetivo de conservar la seguridad, solvencia, integridad o responsabilidad financiera de las instituciones financieras o de los proveedores transfronterizos de servicios financieros.

Medidas para asegurar la observancia de leyes y regulaciones. Para mayor certeza, los acuerdos comerciales especifican como excepción que una Parte puede adoptar o aplicar las medidas necesarias para asegurar la observancia de leyes o regulaciones, entre las cuales se encuentra la prevención de prácticas que induzcan a error y prácticas fraudulentas. Se interpreta que estas últimas incluyen temas de controles al lavado de activos. Todas las disposiciones adoptadas o aplicadas deben ser de carácter no discriminatorio y encontrar justificación entre países en que prevalezcan condiciones similares.

c. Los modos de prestación de servicios

Los modos de suministro de servicios son el tercer factor que define la cobertura de un acuerdo comercial en el área de servicios financieros. En general, estos tratados no contemplan solamente las categorías incluidas en la balanza de servicios de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, es decir el *modo 1* de comercio transfronterizo y el *modo 2* de consumo en el extranjero. Los acuerdos incorporan también la movilidad de los factores de producción capital y trabajo (el *modo 3* de presencia comercial y el *modo 4* de presencia física de personas, respectivamente). De esta manera, el ámbito de aplicación del acuerdo en SF puede expandirse e incorporar aspectos relacionados con la IED y el movimiento temporal de personas[17].

---

[17] Como se explica más adelante, los capítulos de SF de los TLCS suscritos por Estados Unidos en la práctica sólo contemplan los modos 1, 2 y 3. El modo 4 es incorporado para una categoría limitada de funcionarios de entidades financieras: altos ejecutivos y directivos.

En la siguiente sección se explican las principales obligaciones que son objeto de negociación en los acuerdos comerciales que incorporan disciplinas para los servicios financieros.

3.2. *Obligaciones generales objeto de negociación en servicios*

Un aspecto que define el ámbito de los acuerdos comerciales son las *obligaciones generales* objeto de negociación, cuyos principales componentes son el ***Acceso a mercados***, el trato ***Nación Más Favorecida*** (NMF), el ***Trato Nacional*** (TN) y la ***Transparencia***. Estos conceptos se denominan *obligaciones generales* puesto que son pilares del sistema multilateral del comercio. Sin embargo, estas obligaciones generales no son automáticas en el caso de los servicios, y conseguir su aplicación entre las Partes de un acuerdo es materia de negociación[18]. Este hecho es producto de la dificultad inherente a negociar la remoción de las barreras al comercio de servicios y que, en el caso de los SF, obedecen a decisiones de regulación y supervisión de entidades financieras.

Hay otra serie de compromisos poco desarrollados en el contexto multilateral y que están encontrando cabida como *obligaciones generales* en acuerdos comerciales regionales y bilaterales en SF. De esta manera, algunos de estos acuerdos están yendo más allá de la definición básica de dicho concepto en el contexto del sistema multilateral de comercio, por lo cual se consideran que son acuerdos *GATS-Plus*. Estos otros compromisos son la administración de nuevos servicios financieros, el manejo de cierto tipo de información, el tratamiento no discriminatorio por nacionalidad de altos ejecutivos y directivos de entidades financieras, y una mayor apertura en materia de flujos de capitales.

a. Obligaciones generales tradicionales

El ***acceso a mercados*** en los capítulos de servicios financieros se refiere al conjunto de condiciones que permiten a los exportadores, inversionistas o proveedores extranjeros de servicios, acceder el mercado de un país importador que es miembro del acuerdo comercial.

---

[18] Whalley (2003), pg.20.

El principio de ***Nación Más Favorecida*** (NMF), por su parte, establece que un país no puede dar a ninguno de sus socios comerciales un trato peor que el que le da a aquél que más favorece con su política comercial. Según este principio, los países deben otorgar un trato igualitario a los socios con los que ha suscrito un acuerdo comercial, y cada vez que mejore los beneficios otorgados a alguna Parte, deberá darle el mismo trato a todas las demás partes.

El trato de NMF ha sido uno de los principios rectores de los acuerdos alcanzados en el marco de la OMC, admitiendo algunas excepciones puntuales. Por ejemplo, se permite que los países de una determinada región o grupo firmen acuerdos de libre comercio que no apliquen a los países que están fuera de dicha región o grupo. Adicionalmente, un país puede dejar de aplicar el trato de NMF frente a otro que no le otorgue reciprocidad en la liberalización del comercio, lo que en el caso de los servicios es común por la existencia de múltiples barreras regulatorias a su libre comercio.

El trato de NMF se aplica con base en el principio de ***Reciprocidad,*** que establece que en una negociación comercial los gobiernos deben buscar que las concesiones de las partes sean equilibradas. Así, ante el retiro de una concesión, al socio comercial se le permite retirar una concesión equivalente. En la práctica, en el caso de los servicios, un país puede dejar de aplicar el trato de NMF frente a otro que no le otorgue reciprocidad en la liberalización de dicho comercio[19].

El principio de ***Trato Nacional*** comparte la base no discriminatoria del principio NMF, pero en este caso se aplica entre los productos extranjeros y los nacionales. Esto significa que, una vez el servicio extranjero ha entrado en el mercado local, debe recibir el mismo trato que los servicios domésticos. Así se garantiza que los servicios y los proveedores de servicios extranjeros (aquellos de otro país miembro del acuerdo comercial) no sean tratados menos favorablemente que los servicios y proveedores de servicios locales.

Por último, el principio de ***Transparencia*** pretende clarificar y fortalecer las reglas y normas asociadas con las obligaciones del acuerdo. En el contexto de los servicios financieros, este principio puede requerir que las Partes publiquen o hagan disponibles sus leyes nacionales, reglamentaciones

---

[19] Por ejemplo, en el GATS Colombia condiciona NMF a reciprocidad, anunciando la disposición a aplicar el principio si la presencia comercial de proveedores de SF nacionales es posible en otros países.

o decretos, o cualquier otro tipo de medida administrativa que pueda afectar el comercio y los proveedores extranjeros de SF respecto de las disciplinas del acuerdo.

Para cumplir con la obligación de *Transparencia* podrían tener que hacerse cambios a la forma en que funcionan los órganos supervisores de las entidades financieras. Esta disciplina puede incluir requisitos como la publicación, notificación, derecho a comentario previo y explicación de la adopción de leyes o reglamentaciones, y la provisión de información a las partes interesadas que lo soliciten.

b. Otros compromisos

Existe una tendencia en recientes TLCS a incluir disciplinas para clarificar y fortalecer el tratamiento de materias que tradicionalmente no tienen espacio en el ámbito multilateral. Estos tópicos son los siguientes:

Nuevos servicios financieros. Estas obligaciones se enfocan a facilitar la provisión de nuevos servicios financieros entre países miembros. Es común que la norma sobre este tema en los acuerdos comerciales se condicione que a la introducción del SF no requiera de una nueva ley o la modificación de una ley existente. Esta disciplina tiende también a contemplar que cada Parte pueda determinar la forma jurídica e institucional a través de la cual podrá ser suministrado el nuevo SF. En el contexto de esta obligación, a veces se permite que antes de la entrada del nuevo SF las Partes exijan una autorización previa del regulador pertinente, cuya negación solamente podría contemplar motivos prudenciales.

Altos ejecutivos y directivos. Algunos países tienen disposiciones sobre la nacionalidad que deben tener los altos ejecutivos y directivos de instituciones financieras que operan en su territorio. Por lo tanto, los acuerdos comerciales han introducido una obligación que exige un tratamiento no discriminatorio por nacionalidad para aquellas personas que ocupen altos cargos ejecutivos u otro personal esencial en entidades financieras.

Flujos de capitales. En recientes TLCS con disciplinas para el comercio de SF se observa una inclinación a integrar el tema de la liberalización de los flujos de capitales al mismo. Key (2003) argumenta que esta materia excede el ámbito de las negociaciones comerciales por ser del dominio del FMI. Sin embargo, varios acuerdos de libre comercio recientes impulsados por Estados Unidos se han inclinado por negociar este tipo de temas[20].

Adicionalmente, hay una serie de compromisos derivados del GATS que por lo general se incluyen en los capítulos sobre SF en recientes TLCS. Entre estas disciplinas se destacan las siguientes:

Manejo de cierto tipo de información. Existe una tendencia en los TLCS a clarificar que ninguna obligación del acuerdo en SF puede interpretarse como una exigencia de divulgar o permitir acceso a información confidencial, contraria al interés público o en lesión de intereses legítimos de las empresas, e información relativa a los negocios, como la contabilidad de empresas y datos de sus clientes.

Sistemas de pago y compensación. Esta obligación hace referencia al acceso que las Partes deben garantizar a estos sistemas con base en el principio del TN.

Entidades autorreguladas. Esta disciplina contempla que la exigencia de membresía de entidades financieras extranjeras a entes regulatorios nacionales tiene que acompañarse de la aplicación de los principios de TN y trato NMF.

En suma, las negociaciones comerciales en SF se centran en lograr condiciones favorables para los servicios extranjeros y los proveedores de servicios extranjeros del sector financiero en cuanto a *acceso a mercados*, TN y la eliminación de excepciones a NMF basadas en reciprocidad. Además de estas *obligaciones generales*, hay otra serie de compromisos que están encontrando cabida en recientes TLCS, y que en algunos casos van más allá de la cobertura temática tradicional de la OMC. De esta manera, los acuerdos comerciales que incorporan todos o algunos de estos aspectos son considerados como *GATS-Plus* en cuanto a las obligaciones que gobiernan la apertura del comercio de servicios financieros.

Todas las anteriores definiciones temáticas son especialmente relevantes para comentar el contenido y alcance de las negociaciones en SF en la conformación de TLCS firmados por Estados Unidos y de interés para Colombia.

4. Los servicios financieros en los TLCS suscritos por Estados Unidos

Estados Unidos ha suscrito varios acuerdos comerciales que contienen capítulos con disciplinas sobre el comercio de servicios financieros (SF) entre las Partes. Esta sección evalúa el contenido y los alcances de estos capítulos

---

[20] Key, S.J. (2003). The Doha Round and Financial Services Negotiations, pgs.18-20.

en los tratados firmados por este E.U. con Canadá y México (NAFTA, 1994), Singapur (2002), Chile (2003) y Centroamérica (CAFTA, 2004)[21].

La metodología escogida para comparar los capítulos sobre SF de estos Tratados de Libre Comercio (TLCS) tiene como objetivo extraer conclusiones sobre el grado de flexibilidad de E.U. en una negociación de este tipo, y no busca analizar exhaustivamente los textos y los anexos de los mismos. Esta aproximación a los TLCS mencionados es útil para determinar los posibles intereses defensivos y ofensivos de E.U. en la negociación del tema con Colombia[22].

El análisis del tratamiento de los SF en estos TLCS se adelanta mediante cuatro ejercicios. El primero contempla una enumeración de las principales características de los capítulos sobre SF, que incluye referencias a los compromisos asumidos en el sector por los países en GATS. El segundo abarca una descripción de las actividades de *comercio transfronterizo* sujetas a las disciplinas de los TLCS en cuestión en dos subsectores: i) *servicios de seguros;* y ii) *servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros).* El tercer ejercicio considera las *reservas* o *medidas disconformes* de las Partes de los TLCS analizados, las cuales afectan los compromisos asumidos en los distintos modos de suministro y los dos subsectores mencionados. Por último, se evalúa el caso especial del sector de pensiones en los capítulos sobre SF.

4.1. Cobertura de los capítulos en SF

Como ya se mencionó en la sección anterior, la cobertura básica de un acuerdo comercial en SF depende del enfoque de negociación, las *excepciones* contempladas en el mismo y los modos de prestación de servicios incluidos en la negociación.

a. Enfoque de negociación

En NAFTA, los TLCS de E.U. con Singapur y Chile, y CAFTA, se utilizó el método de *lista negativa* para la negociación de todo el capítulo, con excepción de la

---

[21] El acuerdo CAFTA incluye a República Dominicana y cinco países centroamericanos miembros del Mercado Común Centroamericano: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

[22] De esta manera, las disciplinas comúnmente aceptadas en estos TLCs, como la creación de un Comité de Servicios Financieros entre las Partes, los procedimientos para llamado a Consultas y Solución de Controversias, no son consideradas en el análisis.

categoría de comercio transfronterizo (CT), en el que se usó el enfoque de *lista positiva*. Así, los capítulos de SF de estos TLCS se estructuraron con base en un mecanismo de liberalización específico, que mezcló el enfoque de negociación de *lista negativa* (que predomina en el texto de los tratados) con el de*lista positiva*.

En la práctica, la combinación de los dos métodos de negociación para el capítulo de SF significa que en las *listas de reservas*, además de las *medidas disconformes* con las *obligaciones generales* del acuerdo (*TN, NMF, acceso a mercados y altos ejecutivos y directivos*), hay limitaciones a los compromisos en actividades transfronterizas.

b. Excepciones

Las *excepciones* que han sido incluidas en los textos sobre SF en estos acuerdos son las mismas cuatro medidas que fueron desarrolladas anteriormente. Las cuatro *excepciones* son las siguientes: i) medidas prudenciales o cautelares; ii) medidas en cumplimiento de políticas monetarias y relacionadas; iii) medidas para limitar las transferencias con motivos de estabilidad del sistema financiero; y iv) medidas para asegurar la observancia de leyes y regulaciones. Esto quiere decir que estos cuatro conjuntos de medidas son de aceptación común al negociar estos acuerdos y, por lo tanto, tienden a no ser objeto de negociación.

Los TLCS analizados no incorporaron como excepción estándar la *prueba de necesidad económica*, que está en la lista nacional de Colombia en el GATS como un *compromiso horizontal*. Además, el capítulo sobre SF de NAFTA es el único de los textos analizados que contiene una redacción distinta para las cuatro *excepciones* estándar mencionadas, pero su ámbito de aplicación es en esencia el mismo de los demás TLCS.

c. Los modos de prestación de servicios

Los capítulos sobre SF de los TLCS en cuestión han cubierto los modos 1, 2 y 3 de suministro de servicios según la definición del GATS. Con excepción del movimiento temporal de altos ejecutivos y directivos de entidades financieras, el modo 4 es por lo general materia de un capítulo aparte. Sin embargo, E.U. ha incluido en los TLCS una sección de definiciones cuyo objetivo es aclarar y precisar las actividades financieras contempladas bajo modos 1, 2 y 3.

Así, los TLCS estudiados han definido el *comercio transfronterizo* en SF en un sentido amplio, que contrasta con la descripción de modo 1 y modo 2 del GATS. De hecho, el *comercio o suministro transfronterizo* (CT) de servicios financieros se define en estos acuerdos como "la prestación de un servicio financiero: i) del territorio de una Parte al territorio de otra Parte; ii) en el territorio de una Parte por una persona de esa Parte a una persona de la otra Parte; y iii) por un nacional de una Parte en el territorio de la otra Parte". Así, los compromisos asumidos por las Partes en CT pueden contemplar una o más de estas definiciones, lo cual se aclara para cada subsector financiero como se muestra más adelante. Además, los textos de los TLCS han dispuesto para mayor claridad que la anterior definición de CT no incluye el suministro de un servicio en el territorio de una Parte por una inversión en ese.

De forma similar, el término de *presencia comercial*, que cubre el modo 3 de suministro en el GATS, se ha especificado en un artículo del capítulo sobre SF de los TLCS. Este artículo menciona que el ámbito del acuerdo comercial incluye "las medidas adoptadas o mantenidas por una Parte relacionadas con instituciones financieras de la otra Parte, los inversionistas de la otra parte y sus inversiones en el sistema financiero en el territorio de la otra Parte del acuerdo". Por lo tanto, los capítulos sobre SF de los TLCS suscritos por E.U. han utilizado sus propias clasificaciones para demarcar los tipos de comercio de SF cubiertos por los acuerdos[23].

4.2. Obligaciones generales y otros compromisos

Todos los capítulos sobre servicios financieros en los acuerdos objeto de análisis (NAFTA, CAFTA y los TLCS de E.U. con Singapur y Chile) han incluido las *obligaciones generales* y los *otros compromisos* asociados con los SF que fueron expuestos en la sección 3.1.c de este capítulo. Sin embargo, la temática de *controles a los flujos de capitales* no se encuentra en todos los acuerdos[24].

En efecto, sólo los capítulos sobre SF de TLCS suscritos por E.U. con Chile y Singapur han incluido una referencia al capítulo de inversión, el cual

---

[23] A partir de este momento, la mención de comercio transfronterizo y presencia comercial hará referencia a estas dos definiciones incorporadas a los capítulos sobre SF de los TLCS suscritos por Estados Unidos.

[24] En la sección 3.1.c de este capítulo se definieron las obligaciones generales como acceso a mercados, trato Nación Más Favorecida (NMF), Trato Nacional (TN) y Trasparencia. Allí también se delimitaron los otros compromisos incluidos en TLCS recientes.

limita la utilización de *controles a los flujos de capitales*. Chile y Singapur acordaron con E.U. conservar la posibilidad de aplicar medidas restrictivas a las transferencias y pagos hacia el exterior con una vigencia máxima por medida de un año[25]. Así, estos dos tratados incorporan disposiciones sobre los movimientos de capital de corto plazo, que es un tema novedoso para el ámbito tradicional de los acuerdos comerciales, pues ha pertenecido por lo general del ámbito del FMI[26].

En los acuerdos analizados existe otro compromiso no mencionado anteriormente sobre la *disponibilidad expedita de seguros*. Esta disposición se incluyó en los capítulos sobre SF de los TLCS E.U. -Singapur, Chile- E.U. y del acuerdo CAFTA, pero no está en el texto del NAFTA. Este artículo menciona que las Partes reconocen la importancia de mantener y desarrollar procedimientos regulatorios para hacer más fácil y rápida la oferta de servicios de seguros por los proveedores autorizados.

En suma, los acuerdos comerciales recientes impulsados por E.U. han tendido a asumir compromisos cada vez más profundos que no se limitan necesariamente a temas comerciales. En particular, los TLCS suscritos por E.U. con Singapur y Chile sientan un nuevo precedente al incluir el tema de límites a los *controles a los flujos de capitales*.

En la siguientes dos subsecciones comparamos los compromisos asumidos por E.U., por un lado, y Singapur, Chile, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, por otro, sus socios comerciales en recientes TLCS en el área de servicios financieros. Primero analizamos las *reservas*, por ser TLCS estructurados principalmente bajo el enfoque de *lista negativa*, para saber a qué se comprometió cada cual. Luego evaluamos las actividades transfronterizas incorporadas a los TLCS a través de la *lista positiva*.

4.3. Reservas a las obligaciones generales y compromisos

A continuación se analizan las principales reservas o limitaciones a los compromisos asumidos en SF por E.U. y los siguientes socios comerciales: Singapur, Chile y los países miembros del Mercado Común Centroamericano (MCCA).

---

25 La referencia a los límites a los controles de capitales se encuentra, en el caso de Chile, en el Capítulo 10, Anexo 10-F. En el TLC entre E.U. y Singapur, la posibilidad de establecer controles a los flujos de capitales hasta por un año está en el Capítulo 15, Anexo 15-A.

26 Key, S.J. (2003).

Los cuadros de esta sección, para el caso de E.U., muestran una síntesis del texto de la reserva y el tipo de obligación afectada por la misma (marcada con una "X" en los mismos): *Trato Nacional* (TN), trato *Nación Más Favorecida* (NMF), *acceso a mercados* y tratamiento no discriminatorio por nacionalidad de *altos ejecutivos y directivos*. Algunas de las reservas se refieren al CT, que si bien es un modo de suministro y no una obligación derivada del TLC, también se incluye en los cuadros en una columna para especificar que la reserva afecta este modo de suministro.

a. Reservas de Estados Unidos

Servicios de seguros

Estados Unidos ha incluido en NAFTA, los TLCs con Singapur y Chile, y el acuerdo CAFTA, una lista casi idéntica de *medidas disconformes* para el sector de *servicios de seguros*. El Cuadro 1 muestra un compendio de estas listas y señala que hay dos limitaciones a los compromisos asumidos por parte de E.U. y que se aplican a todos los subsectores de *servicios de seguros* (*compromisos horizontales*). La primera establece que el Trato Nacional se otorga para los servicios de seguros según la legislación estatal. La segunda aclara que los compromisos de *acceso a mercados*, un término que en caso de *presencia comercial* se refiere al *derecho de establecimiento* de entidades financieras, pueden estar sujetos a la imposición de varios tipos de limitaciones. Esto último está señalado en la lista de limitaciones específicas a los compromisos.

El cuadro mencionado muestra también las reservas específicas en cuanto al sector de seguros, de las cuales hay dos que son diferentes entre las *listas de reservas* de E.U. en los distintos TLCs. Primero, la disposición relacionada con que los Estados de E.U. se reservan el derecho de adoptar o mantener cualquier medida que no sea incompatible con las obligaciones de este país en el GATS, quedó sujeta a notificación y consulta previa en el TLC E.U. Singapur. En segunda instancia, el acuerdo CAFTA incluye una reserva que no se encuentra en los otros TLCs. Esta reserva sostiene que las Partes consideran que la obligación de *acceso a mercados* es central para el sector financiero y que E.U. está considerando la mejor forma para tomar compromisos ambiciosos en cuanto a la misma en el caso del sector asegurador. Pero esta última reserva no parece afectar ninguna obligación de los TLCs y es más una manifestación de buena voluntad para con sus socios comerciales[27].

Cuadro 1. Servicios de seguros: medidas disconformes* de Estados Unidos en los TLC con Chile, Singapur y Centroamérica

Descripción de las medidas disconformes	Obligaciones afectadas				
	CT	TN	Trato NMF	Acceso a mercados	Altos ejecutivos y directivos
Notas Horizontales (aplica a todos los servicios de seguros): El TN se otorga según arreglo con cada uno de los Estados: "el TN con respecto a las instituciones financieras de seguros será otorgado de acuerdo al domicilio del Estado de EU, cuando sea aplicable, de una institución financiera de seguro que no sea de EU. El domicilio del Estado está definido por los estados individuales, y será generalmente el Estado en el cual el asegurador se encuentre incorporado, organizado o mantenga su oficina principal en EU".	X	X		X	X
Los compromisos de acceso a mercados están sujetos a las medidas disconformes relativas a la imposición de los siguientes límites: i) restricciones a los tipos específicos de persona jurídica o de empresa mediante los cuales se suministra un seguro; ii) imposición de límites, como al número de instituciones financieras, valor de los activos y PNE, número de operaciones, número de personas empleadas y su nacionalidad.	X	X	X	X	X
Específicas a servicios de seguros: A las sucursales de compañías de seguros etranjeras no les está permitido otorgar fianzas para contratos del gobierno de EU.	X	X			
Cuando más del 50% de una embarcación marítima se encuentra asegurado por un asegurador que no sea de EU, y el casco de dicha embarcación fue construido de conformidad con fondos de una hipoteca garantizada federalmente, el asegurado deberá demostrar que el riesgo fue ofrecido primero, substancialmente, en el mercado de EU.	X	X			
Los Estados se reservan el derecho de adoptar o mantener cualquier medida que no sea incompatible con las obligaciones de EU en el GATS[1].		X			
Todas las medidas eistentes disconformes de todos los estados de EU, el Distrito de Columbia y Puerto Rico.	X	X	X		X
Estados Unidos considera que la obligación de Acceso a Mercados es central para el sector financiero. EU está considerando la mejor forma para tomar compromisos ambiciosos en acceso a mercados en el caso del sector asegurador[2].					

* Medida disconforme: leyes, regulaciones u otras medidas en virtud de las cuales no aplica alguna o varias de las obligaciones generales señaladas y acordadas en el capítulo de servicios financieros del acuerdo comercial; CT: comercio transfronterizo; TN: Trato Nacional; NMF: Nación Más Favorecida; Altos ejecutivos y directivos: trato no discriminatorio por nacionalidad de altos ejecutivios y directivos; [1]: Singapur agregó que antes de tomar la medida se haga una notificación y una consulta previa. No está en el acuerdo CAFTA; [2] Esta medida aparece sólo en el acuerdo CAFTA pero no afecta ninguna obligación.
Fuente: Elaborado con base en los anexos a los capítulos de Servicios Financieros (SF) del TLC entre Chile y E.U., y Singapur y E.U.

Servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros)

El Cuadro 2 muestra la *lista de reservas* de E.U. del sector de *servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros)* de los TLCs con Chile, Singapur y Centroamérica. Las reservas o limitaciones a las obligaciones para este sector señalan que E.U. no asume compromisos respecto a cualquier medida disconforme existente a nivel estatal. De hecho, los bancos extranjeros enfrentan limitaciones para operar en E.U. debido a leyes y regulaciones estatales que no son compatibles con obligaciones como *Trato Nacional*, trato NMF, acceso a mercados, y tratamiento no discriminatorio por nacionalidad de altos ejecutivos y directivos bajo los modos de suministro CT y *presencia comercial*.

Al igual que en el caso del sector de *servicios de seguros*, la lista de medidas disconformes del sector de *servicios bancarios y demás servicios financieros* de Estados Unidos es casi la misma al comparar entre los TLCs analizados. La reserva específica sobre "todas las medidas existentes disconformes de todos los Estados de E.U., el Distrito de Columbia y Puerto Rico" está solamente en el acuerdo CAFTA. Así mismo, la designación como primer colocador de valores de deuda del gobierno de E.U. en el TLC entre E.U. y Chile está condicionada a la reciprocidad.

Por lo tanto, Estados Unidos ha mantenido en las distintas negociaciones comerciales en SF la misma posición en cuanto a su *lista de reservas*, y no ha asumido ningún compromiso respecto a cualquier *medida disconforme* existente a nivel estatal en servicios financieros. De hecho, las escasas concesiones obtenidas por los otros países, reveladas en alteraciones en la lista de reservas de E.U., han sido poco relevantes para mejorar las condiciones de acceso al mercado de ese país. A continuación analizamos las reservas de Singapur, Chile y los países centroamericanos, en cuya revisión no exponemos textualmente las reservas, sino que enfatizamos los puntos de mayor relevancia[28].

---

[27] Este tipo de compromisos suelen denominarse como *soft commitments*.

[28] No incluimos en esta subsección lo negociado en NAFTA, por ser un referente más lejano y de menor relevancia para identificar los actuales intereses ofensivos y defensivos de E.U. en una negociación de este tipo con Colombia.

Cuadro 2. Servicios bancarios y demás servicios financieros (excluidos los seguros): medidas disconformes* de Estados Unidos sobre el modo de presencia comercial en los TLC con Chile, Singapur y Centroamérica

Descripción de las medidas disconformes	Obligaciones afectadas				
	CT	TN	Trato NMF	Acceso a mercados	Altos ejecutivos y directivos
Notas Horizontales (aplica a todos los servicios bancarios y demás servicios financieros, excluidos los seguros): Estados Unidos (E.U.) no toma compromisos respecto a cualquier medida disconforme existente a nivel regional.	X	X	X	X	X
E.U. otorga TN basándose en el "Estado de origen" del banco extranjero, con arreglo a la definición que figura en la Ley Bancaria Internacional, donde proceda aplicar esa Ley. Un banco nacional que sea filial de una empresa extranjera tendrá su propio "Estado de origen", y el TN se le dispensará en base al Estado de origen de dicha filial, según lo determine la legislación aplicable. Una subsidiaria bancaria de una empresa extranjera tendrá su propio "estado de origen", y el TN se otorgará basado en el estado de origen de la subsidiaria[1].		X		X	
Medidas disconformes específicas a los servicios bancarios y demás servicios financieros (excluidos los seguros): Todas las medidas existentes disconformes de todos los Estados de E.U., el Distrito de Columbia y Puerto Rico[2].	X	X	X	X	X
El establecimiento de una sucursal federal o de una agencia de un banco extranjero no está disponible en los siguientes Estados, que podrán prohibir el establecimiento de una sucursal o agencia de un banco extranjero: i) las sucursales y agencias podrán ser prohibidas en Alabama, Kansas, North Dakota y Wyoming; ii) las sucursales, pero no las agencias, podrán ser prohibidas en Delaware, Florida, Georgia, Idaho, Louisiana, Mississippi, Missouri, Oklahoma y West Virginia.		X		X	
Un banco extranjero deberá establecer una subsidiaria bancaria asegurada para aceptar o mantener cuentas de depósito nacionales individuales con saldos inferiores a US$100.000 (no aplica a sucursales que lo hicieran antes de 1991).				X	
Estados Unidos no toma compromisos con respecto a la expansión, a través del establecimiento de una sucursal o la adquisición de una o más sucursales de un banco sin adquirir la totalidad de un banco, por parte de un banco extranjero en otro Estado desde su "estado de origen". Dicha expansión se otorgará de acuerdo con la nota horizontal, listada arriba.				X	
Los bancos extranjeros no pueden ser miembros del sistema de la Reserva Federal. Así, no pueden votar por miembros del consejo de un banco de Reserva Federal. Las subsidiarias de bancos extranjeros no están sujetas a esta medida.		X			

* Medida disconforme: leyes, regulaciones u otras medidas en virtud de las cuales no aplica alguna o varias de las obligaciones generales señaladas y acordadas en el capítulo de servicios financieros del acuerdo comercial; CT: comercio transfronterizo;TN: Trato Nacional; NMF: Nación Más Favorecida; Altos ejecutivos y directivos: trato no discriminatorio por nacionalidad de altos ejecutivios y directivos;[1]: Las instituciones bancarias extranjeras están sujetas por lo general en E.U. a limitaciones geográficas y de otro tipo, sobre una base de TN. Cuando tales limitaciones no son compatibles con el TN, ellas han sido listadas como restricciones al derecho de establecimiento; [2]: Esta medida disconforme aparece solamente en el acuerdo CAFTA; [3]: No está en el TLC entre Singapur y Estados Unidos.
Fuente: Elaborado con base en los anexos a los capítulos de Servicios Financieros (SF) del TLC entre Chile y E.U., y Singapur y E.U.

Continuación →

Cuadro 2. Servicios bancarios y demás servicios financieros (excluidos los seguros): medidas disconformes* de Estados Unidos sobre el modo de presencia comercial en los TLC con Chile, Singapur y Centroamérica

Descripción de las medidas disconformes	Obligaciones afectadas				
	CT	TN	Trato NMF	Acceso a mercados	Altos ejecutivos y directivos
Todos los directores de un banco de E.U. deberán ser ciudadanos de E.U.				X	X
La propiedad en *Edge Corporations* está limitada a bancos de E.U.		X		X	
La legislación federal y estatal no permite que los servicios de *credit union* o instituciones de ahorro sean suministrados en E.U. a través de sucursales (de conformidad con la legislación de un país extranjero).		X		X	
Se exige que los bancos extranjeros se registren como asesores de inversión (*Investment Advisers Act* de 1940) para suministrar servicios en materia de valores y de admin. de inversiones en E.U. Este registro involucra mantener registros, inspecciones, presentación de informes y el pago de un derecho.		X		X	
E.U. podrá otorgar ventajas, incluyendo pero no limitadas a una o más de las *Government Sponsored Enterprises*, listadas más adelante: i) su capital, reservas e ingresos están exentos de impuestos; ii) sus valores emitidos están exentos del requisito de registro y de informe periódico, conforme a la legislación federal de valores; iii) el Departamento. del Tesoro podrá, a su discreción, comprar las obligaciones que emitan. Son *Federal Home Loan Banks; Federal Home Loan Mortgage Corp.; Federal National Mortgage Assoc.; Farm Credit Banks; Federal Agricultural Mortgage Corp.; y Student Loan Marketing Association.*		X			
La facultad para actuar como fiduciario único de contratos de oferta de bonos de E.U. está sujeta a un examen de reciprocidad.		X		X	
La designación como primer colocador de valores de deuda del gobierno de E.U. está condicionada a la reciprocidad[3].			X	X	
Un intermediario de valores registrado de conformidad con la legislación de E.U. que tiene su principal asiento de negocios en Canadá, puede mantener sus reservas obligatorias en un banco en Canadá, sujeto a la supervisión de Canadá.			X		

* Medida disconforme: leyes, regulaciones u otras medidas en virtud de las cuales no aplica alguna o varias de las obligaciones generales señaladas y acordadas en el capítulo de servicios financieros del acuerdo comercial; CT: comercio transfronterizo;TN: Trato Nacional; NMF: Nación Más Favorecida; Altos ejecutivos y directivos: trato no discriminatorio por nacionalidad de altos ejecutivios y directivos;[1]: Las instituciones bancarias extranjeras están sujetas por lo general en E.U. a limitaciones geográficas y de otro tipo, sobre una base de TN. Cuando tales limitaciones no son compatibles con el TN, ellas han sido listadas como restricciones al derecho de establecimiento; [2]: Esta medida disconforme aparece solamente en el acuerdo CAFTA; [3]: No está en el TLC entre Singapur y Estados Unidos.
Fuente: Elaborado con base en los anexos a los capítulos de Servicios Financieros (SF) del TLC entre Chile y E.U., y Singapur y E.U.

b. Reservas de Singapur [29]

Como ya se mencionó, Singapur realizó reformas en el año 2000 con el objetivo de avanzar en la apertura gradual del sistema financiero a la competencia y a la IED, las cuales consolidó al suscribir el TLC con Estados Unidos el año pasado. En este contexto, Singapur asumió numerosas limitaciones a las obligaciones de este acuerdo relacionadas con periodos de transición para seguir adelante el proceso. Singapur aceptó como anexo al capítulo sobre SF, entre otros, un cronograma de liberalización de SF, compromisos sobre derogación de restricciones cuantitativas vigentes para bancos de E.U. respecto al número de licencias de operación bancarias y locales para la atención del público, y mayor acceso para instituciones financieras de E.U. a las redes locales de cajeros electrónicos. Además, este país se reservó la posibilidad de adoptar nuevas *medidas disconformes* al trato de NMF en el contexto de las reformas al sistema financiero.

Se destaca que Singapur aceptó en el TLC que instituciones financieras de E.U. tuvieran la libertad de elegir entre operar como subsidiarias o sucursales, entendidas como *branches* que operan con el apoyo del capital de la casa matriz para efectos regulatorios y otros. En la lista de medidas disconformes, Singapur sólo restringe los *branches* en el caso de los corredores de seguros extranjeros, que tendrán que constituirse como una *incorporated company* en ese país.

c. Reservas de Chile[30]

Estados Unidos solicitó reiteradamente a lo largo de las negociaciones que el TLC incorporara provisiones para que las instituciones financieras estadounidenses pudieran operar en Chile a través de sucursales, definidas como *branches* en el mismo sentido que en el TLC E.U.-Singapur.

---

[29] Las listas de reservas de Singapur en el TLC con Estados Unidos no se resumen en un cuadro en esta sección, debido a su excesiva extensión. Singapur se encuentra en un proceso gradual de reforma y liberalización de su sector financiero, razón por la cual hay un número significativo de medidas disconformes relacionadas con el mencionado proceso. Así, esta sección se concentra en los puntos más importantes para efectos del ejercicio de este capítulo. Véase el texto del TLC E.U.-Singapur, Anexos 10-B y 10-C para más detalles.

[30] Como en la sección anterior, a continuación se resumen las reservas de Chile en el TLC con Estados Unidos que se consideran más relevantes para el propósito de este trabajo. Para la información completa, véase el Anexo 12.9 del Capítulo 12 y Anexo III del TLC Chile-E.U.

En el TLC con E.U., Chile se comprometió a permitir las sucursales pero conservó el derecho de establecer la forma jurídica que deben asumir las mismas, tanto bancarias como aseguradoras. Esta discrecionalidad, que se encuentra en la lista de *medidas disconformes* y *futuras medidas disconformes*, permite en la práctica que no haya *branches* de instituciones financieras de E.U. en Chile. Así, las sucursales extranjeras autorizadas por Chile tendrán que constituirse y regularse según legislación doméstica[31]. En este contexto, a continuación se reseñan las reservas más relevantes de Chile a los compromisos del TLC en relación con los *sectores de servicios de seguros* y *servicios bancarios y otros servicios financieros*.

Servicios de seguros

Chile accedió a permitir, a más tardar cuatro años después de la entrada en vigor del TLC, que proveedores de seguros de E.U.. se establezcan en su territorio a través de sucursales. Si bien esta obligación requerirá alguna modificación a la ley chilena, este país estableció en la sección de compromisos específicos del capítulo sobre SF que podrá escoger cómo regular estas sucursales de seguros. De esta manera, las sucursales de seguros en Chile no tendrán que seguir la definición de *branches* (que implicaría que su operación esté apalancada por capital de la casa matriz) y tendrán que constituirse de conformidad con la forma jurídica que determine la ley chilena[32].

Chile además se reservó el derecho de adoptar o mantener cualquier medida disconforme con los compromisos de *acceso a mercados* en el sector de seguros. Esta medida aclara que Chile conservará la estructura del sector asegurador vigente, que divide el negocio de seguros en dos grupos de em-

---

31 Zahler (2003) señala que México tampoco aceptó la figura de branches en la negociación de NAFTA.

32 El texto de compromisos específicos, en una nota al pie, dice: "Chile podrá establecer, entre otros, los siguientes requisitos: i) que el capital y las reservas que las compañías de seguros extranjeras asignen a sus sucursales deberá ser efectivamente internado y convertido a moneda nacional de conformidad con la legislación interna; ii) que los aumentos de capital y reservas que no provengan de la capitalización de otras reservas tendrán el mismo tratamiento que el capital y reservas iniciales; iii) que en las transacciones entre una sucursal y su casa matriz u otras compañías relacionadas, cada una de éstas se considerará como una entidad independiente; iv) que sus dueños o accionistas cumplan con los requisitos de solvencia e integridad establecidos en la legislación de seguros de Chile; y v) que las sucursales de compañías de seguros extranjeras que operen en Chile puedan remesar sus utilidades líquidas, siempre y cuando aquéllas no tengan un déficit de inversiones representativas de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo, ni déficit de patrimonio de riesgo".

presas: i) compañías que aseguran los riesgos de pérdidas o deterioro del patrimonio; y ii) compañías que cubren los riesgos de personas o que garantizan a éstas un capital, una póliza saldada o una renta para el asegurado o sus beneficiarios. Además, la lista chilena de seguros no incluyó los seguros vinculados con el sistema de seguridad social. Por lo tanto, Chile mantuvo la estructura vigente del sector asegurador al suscribir el TLC, así co-mo su discrecionalidad para determinar la forma jurídica que deben tomar las entidades aseguradoras extranjeras.

Como se explica más adelante en la sección de compromisos en *comercio transfronterizo* (CT), Chile aceptó el CT para una lista limitada de actividades, que en el caso de los *servicios de seguros* excluyó la posibilidad de que los proveedores de la otra Parte hagan negocios o se anuncien en su territorio. En la *lista de reservas*, Chile limitó más el CT al establecer que todos los seguros que la legislación chilena haga o pueda hacer obligatorios, y todos los seguros relacionados con la seguridad social, no pueden ser contratados por fuera de Chile.

Servicios bancarios y otros servicios financieros (excepto seguros)

La principal reserva de Chile en relación con los *servicios bancarios y otros servicios financieros (excepto seguros)*, en el contexto del TLC con E.U., consiste en que estableció que todas las personas jurídicas que suministren SF deben constituirse de conformidad con la legislación chilena. De hecho, la mayoría de las *medidas disconformes* en *servicios bancarios y otros servicios financieros (excepto seguros)* de Chile en el TLC aclaran la forma jurídica que deben tomar las distintas actividades de este sector.

De esta manera, Chile limitó los compromisos de *acceso a mercados* y en la práctica eliminó la posibilidad del establecimiento de sucursales, definidas como *branches*. De hecho, Chile estableció que todas las personas jurídicas que suministren SF deben constituirse de conformidad con la legislación chilena. Las *listas de reservas* también contienen una serie de entidades o actividades de este subsector para las cuales se exige constitución como sociedades anónimas, de conformidad con la ley chilena[33].

En suma, las *listas de reservas* de Chile en *servicios de seguros* contienen un instrumental jurídico que le permitirá a este país reglamentar las sucursales (*branches*), incluyendo sus características, estructura, relación con su casa matriz, requisitos de capital, reservas técnicas y obligaciones relativas al patrimonio de riesgo y sus inversiones. En el caso de los servicios bancarios

y otros servicios financieros, este país también conservó la discrecionalidad relacionada con la reglamentación de las instituciones financieras extranjeras operando en su país.

d. Reservas de los centroamericanos en el acuerdo CAFTA[34]

El acuerdo comercial entre E.U. y Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua (CAFTA) cuenta con anexos de *medidas disconformes* para cada una de las Partes. En esta sección resumimos las principales, con énfasis en las disposiciones sobre la aceptación de *branches* en *servicios de seguros* y *servicios bancarios y otros servicios financieros (excepto seguros).*

Servicios de seguros

El aspecto más destacado de CAFTA en cuanto al sector de servicios de seguros son los compromisos asumidos por Costa Rica en el marco de este acuerdo, luego de que este país se retirara temporalmente de la mesa de negociaciones por diferencias con E.U. sobre este tema. Costa Rica aceptó eliminar el monopolio del Instituto Nacional de Seguros (INS), crear una superintendencia propia para el sector asegurador, e incrementar la competencia en este mercado, con fechas límites de liberalización para la prestación de servicios de seguros a través de presencia comercial[35]. Por lo tanto, Costa Rica menciona en sus *listas de reservas* esta situación monopólica, haciendo referencia a las reformas a las que se comprometió mediante CAFTA.

Costa Rica, Honduras y Nicaragua se reservaron el *derecho de establecimiento* de proveedores de seguros bajo cualquier forma jurídica, pero aclarando

---

[33] Estas entidades o actividades son las siguientes: empresas bancarias, sociedades financieras, administración de fondos mutuos, administración de fondos de inversión, administración de fondos para la vivienda, agencias de depósito y custodia de valores, actividades de securities, bolsas de valores, bolsas de producto agropecuarios, cámaras de compensación de futuros y opciones, agencias administradoras de mutuos hipotecarios, y empresas administradoras de planes colectivos para la adquisición de bienes muebles.

[34] Esta sección resume las reservas los cinco países miembros del Mercado Común Centroamericano (MCCA) que firmaron el TLC con Estados Unidos. Véase el Anexo 12.9.2 del Capítulo 12 y Anexo III del acuerdo CAFTA para detalles.

[35] Los seguros de consumo, excluyendo los obligatorios, podrán prestarse en Costa Rica a través de la presencia comercial a más tardar en enero de 2007. Así mismo, en enero de 2011 todas las líneas de seguros, incluyendo los obligatorios, podrán ofrecerse en ese país mediante la presencia comercial.

que las sucursales (*branches*) deberán constituirse en sociedades anónimas o similares, de conformidad con la legislación interna. Esto significa que, por ejemplo, el capital y las reservas que las compañías de seguros extranjeras asignen a las mismas deberán ser efectivamente internados en los países centroamericanos.

El Salvador y Guatemala, en cambio, aceptaron los *branches* en servicios de seguros. El Salvador los autorizará en tres años, contados a partir de la fecha de entrada en vigor de CAFTA, con ciertos requisitos mínimos de solvencia y el cumplimiento de condiciones de integridad a esta forma de prestación de servicios de seguros en su país. Guatemala, por su parte, permitió los *branches* en servicios de seguros, pero sujeto a previo requisito del registro de la oficina de representación.

Servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros)

La posibilidad de establecer sucursales bancarias (*branches*) en los países centroamericanos en el contexto de CAFTA es mucho más limitada en comparación con el sector de *servicios de seguros*. De hecho, Guatemala es el único país centroamericano que permitirá a sucursales bancarias de las Partes operar con el apoyo del capital de la casa matriz. Este país exige un registro previo de la oficina de representación y limita el tamaño de las operaciones que pueden llevar a cabo las sucursales. Este valor no puede ser inferior a 10% de sus activos y pasivos, ponderados según su riesgo. Los intermediarios financieros especializados son el único segmento que tiene que constituirse como una sociedad anónima en ese país.

Por lo tanto, E.U. logró mediante el acuerdo comercial en cuestión algunas concesiones importantes en la aprobación de sucursales (*branches*) en los países centroamericanos, sobre todo en servicios de seguros. Así mismo, E.U. utilizó el CAFTA para impulsar reformas profundas al sistema monopólico del INS de Costa Rica, incluyendo una apertura total de todos los servicios de seguros a más tardar en el año 2011, así como el establecimiento de una superintendencia independiente para regular los servicios de seguros.

4.4. Compromisos en comercio transfronterizo (CT)

Como ya se mencionó, el *comercio o suministro transfronterizo* (CT), en su definición amplia, ha entrado en el capítulo de SF bajo el método de *lista positiva*. Por lo tanto, la evaluación de los compromisos en CT asumidos en el acuerdo

comercial en el área de SF, tanto para el sector asegurador como para los servicios bancarios y relacionados, debe realizarse con una comparación de las actividades transfronterizas listadas en estos acuerdos.

Adicionalmente, la lista de reservas, desarrolladas en la sección anterior, contiene algunas limitaciones a la prestación de CT. Considerando estos dos componentes, a continuación evaluamos los compromisos asumidos en CT por E.U., Singapur, Chile, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua en los dos subsectores de *servicios de seguros* y *servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros).*

a. CT *en servicios de seguros*

La revisión de las actividades de *comercio transfronterizo* (CT) en *servicios de seguros* que cada una de las Partes de los acuerdos comerciales suscritos por E.U. con Singapur, Chile y los cinco países centroamericanos, ha incluido en su *lista positiva* señala posibles intereses de E.U. en futuros acuerdos comerciales. De este ejercicio se destaca que E.U. ha incorporado una lista idéntica de actividades transfronterizas en seguros en todos estos acuerdos, que se limitan a cuatro actividades: i) *seguros contra riesgos relativos a MATI*, sigla que se refieren a transporte marítimo, aviación comercial, y lanzamiento y transporte espaciales, y mercancías en tránsito internacional[36]; ii) *servicios de reaseguro y retrocesión*; iii) *servicios auxiliares de los seguros*, por ejemplo de consultores, actuarios, evaluación de riesgos e indemnización de siniestros; y iv) *actividades de intermediación de seguros*, por ejemplo las de los corredores y agentes de seguros. Cabe recordar que la obligación de TN a los *servicios de seguros* por parte de E.U. varía según la regulación de cada uno de los Estados de ese país.

Singapur, Chile, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua incluyeron las mismas cuatro actividades listadas por E.U. en sus respectivos acuerdos comerciales con ese país. Sin embargo, hay tres diferencias entre los compromisos asumidos por los mismos. En primer lugar, Chile aceptó, en actividades de intermediación de seguros bajo CT, asumir compromisos solamente en *corretaje de seguros de vida y seguros distintos a los de vida* y *corretaje de reaseguros*. Cabe recordar que Chile, en su lista de reservas, establece que todos los seguros que la legislación chilena haga o pueda

[36] Estas actividades de seguros están relacionadas con el comercio exterior.

hacer obligatorios, y todos los seguros relacionados con la seguridad social, no pueden ser contratados por fuera de Chile.

En segundo término, Costa Rica aceptó un número importante de compromisos de liberalización en actividades transfronterizas en seguros en el capítulo sobre SF del acuerdo CAFTA. Estos compromisos tienen relación con la existencia de un monopolio estatal en el sector, situación que E.U. pidió modificar durante el curso de las negociaciones para abrirlo a la competencia y al comercio internacional. Por lo tanto, el acuerdo CAFTA contiene una lista de compromisos específicos de Costa Rica en este sentido, que se enfocan a modernizar de forma gradual el Instituto Nacional de Seguros y el marco legal que gobierna al sector asegurador en Costa Rica.

En tercer lugar, en el TLC entre Chile y Estados Unidos y el acuerdo CAFTA se estableció que la adquisición de los servicios financieros bajo CT no obliga a una Parte a permitir que los proveedores de la otra Parte hagan negocios o se anuncien en su territorio[37]. Cada Parte del respectivo acuerdo podrá definirá "hacer negocios" y "anunciarse", pero sin ser inconsistentes con el principio de Trato Nacional. De esta manera, sin una parte acepta el CT en un sector, como el de seguros, puede restringir su publicidad siempre y cuando esto aplique a todos demás proveedores extranjeros transfronterizos.

Por lo tanto, la revisión de las actividades contenidas en la *lista positiva* de servicios financieros transfronterizos señala que el tratamiento de este tema en los TLCS evaluados no presenta grandes diferencias entre acuerdos. Hay una apertura en CT en actividades como servicios de seguros relacionados con el comercio exterior, las cuales ya se encuentran liberalizadas al comercio en la gran mayoría de países. Cabe anotar que Colombia no es ajena a esta tendencia.. No obstante, E.U. muestra interés en conseguir que sus socios comerciales asuman compromisos de liberalización en actividades transfronterizas financieras en las que este país no ofrece garantías de apertura al comercio a nivel estatal, en particular en los segmentos de servicios de seguros y de asesoría financiera.

b. CT en servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros)

En cuanto a los compromisos en comercio transfronterizo para el sector de *servicios bancarios y demás servicios financieros (excepto seguros)*, se destaca que

---

[37] Véase el Artículo 12.5.2 del TLC entre Chile y E.U., y el mismo Artículo del acuerdo CAFTA.

E.U. solamente ha asumido compromisos en tres actividades relacionadas con el mismo: i) *suministro y transferencia de información financiera* (incluyendo procesamiento de datos y soporte lógico con ellos relacionado); ii) *servicios de asesoría;* y iii) *otros servicios auxiliares, con excepción de la intermediación.*

De forma similar al sector de servicios de seguros, todos sus socios comerciales en los TLCS evaluados también aceptaron compromisos en estas mismas actividades. Adicionalmente, Singapur aceptó abrir al CT las actividades de servicios de *asesoría en finanzas corporativas, leasing financiero e intercambio comercial de varios instrumentos bancarios* (cuenta corriente, moneda extranjera e instrumentos de tasa de cambio y tasa de interés). Cabe señalar que los compromisos de Singapur son de alguna forma excepcionales, pues mediante el tratado este país consolidó la reforma financiera del año 2000 y que permitió más competencia e IED en el sector financiero. E.U. capitalizó esta situación y logró una mayor apertura en segmentos que no han sido negociados en otros acuerdos similares.

En suma, en algunos casos los socios comerciales de E.U. en TLCS recientes han asumido compromisos en CT en sectores financieros en lo que este país no se expone a liberalizar su comercio. Sin embargo, estos nuevos compromisos en actividades de CT han sido adquiridos por países cuyos sistemas financieros han sido reformados recientemente (Singapur) o se encuentran en proceso de modernización y mayor apertura a la IED en ciertos subsectores financieros (Costa Rica)[38].

5. Sector de pensiones

En el Cuadro 3 se presenta un resumen del tratamiento que recibe el sector de pensiones en NAFTA, y los TLCS con Singapur y Chile. Estos TLCS excluyen del ámbito del acuerdo todas las actividades o servicios que formen parte de un plan de jubilación público o un sistema legal de seguridad social, y todas las actividades o servicios para las cuales se establecen garantías.

Estos acuerdos comerciales, excepto NAFTA, incluyeron una disposición que establece que las anteriores excepciones se anularían en el caso en que estas actividades o servicios sean prestadas en condiciones de competencia

[38] Véase USTR (2003), *"National Trade Estimate Report on Foreign Trade Barriers"* para una descripción de las principales barreras de los países con que E.U. firmó TLCS recientemente.

Cuadro3. Sector Pensiones en los TLCs suscritos por Estados Unidos

El capítulo de SF no aplica a las medidas adoptadas o mantenidas por una Parte relacionadas con:

(a) Actividades o servicios que formen parte de un plan de jubilación público o un sistema legal de seguridad social; o
(b) Actividades o servicios realizados por cuenta o con garantía de la Parte o con utilización de recursos financieros de ésta, incluidas sus entidades públicas
No obstante, el capítulo de SF aplicará si una Parte permite que alguno de estas actividades o servicios sean realizados por sus instituciones financieras en competencia con una entidad pública o una institución financiera[1].

[1] Esta disposición no está en NAFTA.
Fuente: Elaborado con base en los capítulos de Servicios Financieros (SF) de los acuerdos suscritos por Estados Unidos: NAFTA, TLC con Singapur, TLC con Chile y TLC con Centroamérica.

con entidades privadas (*contra-excepción*). En otras palabras, las obligaciones del TLC como el *Trato Nacional* tendrían que asumirse en las actividades o servicios relacionados con el sistema de seguridad social si alguno de estos países permitiese que instituciones financieras las realizaran o prestaran.

Ahora bien, la parte voluntaria de un esquema privado de pensiones se considera por lo general como la administración de una cartera colectiva, objeto de las disciplinas de liberalización contenidas en el capítulo sobre SF. Por lo tanto, hay que destacar que algunos TLCs recientes incluyen disposiciones en cuanto a esta actividad financiera.

De hecho, en el acuerdo entre Chile y E.U. este primer país aceptó otorgar un trato no discriminatorio a los inversionistas de E.U. en el sector privado de pensiones a más tardar a partir del 1 de marzo de 2005. Por su parte, en el TLC E.U.-Singapur y CAFTA hay compromisos que liberalizan la administración de carteras colectivas.

En conclusión, la revisión de los Tratados de Libre Comercio (TLCs) suscritos recientemente por E.U. señala que este país busca negociar de forma recurrente las siguientes disciplinas en SF:

- E.U. incorpora compromisos limitados de liberalización de los modos 1, 2 y 3 en SF, puesto que no asume ningún compromiso para cualquier *medida disconforme* aplicada por cualquiera de sus Estados. El modo 4 entra en la negociación solamente para una categoría muy específica: el movimiento temporal de altos ejecutivos y directivos de entidades financieras.

- En *comercio transfronterizo,* E.U. asume compromisos en actividades de comercio exterior, reaseguros y retrocesión, y servicios auxiliares a la banca y los seguros. Además, E.U. busca que sus socios comerciales asuman compromisos de apertura en actividades transfronterizas.

- En el modo 3 de *presencia comercial,* E.U. busca sistemáticamente que las Partes aprueben las sucursales, entendidas como *branches* que operan con el apoyo del capital de la casa matriz para efectos regulatorios y otros, tanto para la banca como en el sector asegurador. Sin embargo, en la gran mayoría de los casos, las contrapartes de E.U. en TLCS recientes se han reservado el derecho de establecer la forma jurídica que deben asumir las sucursales (*branches*), tanto bancarias como aseguradoras.

Cabe destacar que la agenda de E.U. sobre SF en los TLCS trasciende los temas comerciales y abarca medidas de política macroeconómica de sus socios. Este es el caso de la exigencia de E.U. de incluir en los TLCS límites a los controles a los flujos de capitales. De hecho, la apertura y controles de la cuenta de capitales han sido un tema que tradicionalmente ha estado bajo el ámbito del FMI.

Las implicaciones de la posición negociadora de E.U. en los TLCS regionales para cada subsector financiero son analizadas en mayor detalle en los capítulos sectoriales abordados más adelante en este trabajo.

CAPÍTULO DOS*

Los intermediarios financieros

1. Introducción

Este capítulo tiene como objetivo analizar las condiciones iniciales que presenta el sistema financiero colombiano al momento de la negociación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos (E.U.), las cuales son cruciales para poder evaluar los eventuales beneficios y los costos de una mayor apertura del comercio de servicios financieros (SF) con ese país. Estas condiciones iniciales están relacionadas con la estructura del sector, el grado de apertura que se ha logrado en materia de SF y la calidad de la regulación e institucionalidad bajo la cual opera la actividad financiera. Todos estos aspectos tienen efectos sobre los costos y la rentabilidad de proveer SF, y en últimas indican qué tan competitivo es el sector financiero a la hora de negociar un TLC con Estados Unidos. Con base en este análisis, la última sección de este capítulo discute aspectos de la negociación de importancia para los intermediarios financieros.

2. El sistema financiero estadounidense y el colombiano

La evaluación de la competitividad actual del sector financiero se realiza a través de una aproximación al costo y la rentabilidad de proveer SF en Colombia. Estas variables van a depender de la estructura del sistema financiero, del grado de internacionalización del mismo y de la calidad de las instituciones que apoyan su operación. Estos aspectos serán comparados con los existentes en E.U. y otros países de la región.

2.1. Estructura y regulación

La estructura del sector financiero es un factor que puede influenciar de varias maneras los costos y la eficiencia de los servicios que éste presta. El

---

* Capítulo preparado por Juan Carlos Jaramillo, Investigador de Fedesarrollo, y Natalia Salazar, Francisco Mejía y Carolina Prieto, de ANIF.

grado de competencia, el número de entidades, su tamaño y grado de concentración y la forma de organización de los bancos pueden estimular o desanimar el aprovechamiento de economías de escala, aspecto que repercute directamente sobre la eficiencia del sector (Claessens y Glaessner, 1998b). En esta subsección se describen brevemente los principales aspectos de la estructura y de la regulación de los sistemas bancarios de Estados Unidos y Colombia. Además se comparan indicadores de tamaño, penetración y profundización del sistema para esos dos países y algunas naciones de América Latina.

a. Estados Unidos

Estructura general del sistema bancario en Estados Unidos

Estados Unidos cuenta con lo que se conoce como un *sistema bancario dual*, en el cual los bancos pueden establecerse ya sea como bancos nacionales, bajo la reglamentación del poder federal, o como bancos estatales, bajo la supervisión y las leyes del Estado en el cual se establecen. El establecimiento de bancos como nacionales o estatales ha favorecido la proliferación de diversos organismos de control, que muchas veces duplican funciones y cuyas reglamentaciones entran en ocasiones en conflicto. Así, el sistema bancario estadounidense se destaca a nivel mundial por la complejidad de su regulación, la cual se ilustra el Cuadro 4.

A continuación se describen los distintos tipos de entidades que conforman el sistema bancario estadounidense.

Entidades de ahorro: las entidades de ahorro conservan la principal característica del sistema bancario de los bancos comerciales, que consiste en

Cuadro 4. Estados Unidos: regulación y supervisión de los bancos comerciales

	Supervisado por:	**Asegurado por:**
Bancos nacionales	OCC, FED	FDIC
Bancos Estatales miembros del FED	FED	FDIC
Bancos Estatales no miembros del FED	FDIC	FDIC
Bancos Estatales no asegurados en FDIC	Autoridades estatales	Autoridades estatales

OCC: *Office of the Comptroller of the Currency*, una division del departamento del Tesoro; FED: *Federal Reserve System*; FDIC: *Federal Deposit Insurance Corporation.*

su posibilidad de ser o bien estatales o bien federales. Existen tres tipos de entidades de ahorro, los *savings and loans institutions* (S&L´s), los mutual *savings banks* y los *credit unions*.

Savings and Loans Institutions (S&L's): el objetivo principal de estas instituciones es el de aceptar depósitos y conceder prestamos enfocados primordialmente hacia el mercado hipotecario. Al igual que los bancos comerciales, los depósitos de los S&L´s que sean inferiores a US$100.000 están asegurados por el FDIC. Las instituciones de ahorro de origen federal están bajo la regulación establecida por la *Office of Thrift Supervision* (OTS), mientras que las estatales se acogen a la regulación del estado en el cual se encuentran.

Mutual Savings Banks: los *mutual savings banks* son instituciones financieras que pertenecen a sus propios ahorradores, que a su vez son beneficiarios de las utilidades de la entidad. En su mayoría estas entidades son reguladas por las autoridades estatales y sus depósitos están asegurados por el FDIC. A manera de regla, aquellos *mutual saving banks* que no estén asegurados por el FDIC tienen que estar asegurados por alguna entidad ase-guradora estatal.

Credit Unions: los *credit unions* son instituciones financieras que aceptan depósitos y otorgan préstamos únicamente a sus miembros, los cuales por lo general son empleados de una organización en particular. Su característica principal es que son entidades pequeñas organizadas por trabajadores pertenecientes a una misma compañía. Los *credit unions* de origen federal están regulados por la *National Credit Union Administration* (NCUA), que provee el aseguramiento de sus depósitos. Las *credit unions* estatales dependen directamente de la regulación y tipo de aseguramiento de su estado de origen.

Las instituciones de depósito (bancos comerciales e instituciones de ahorro) representan hoy en día cerca del 25% del total de activos financieros de E.U., pues este porcentaje se ha venido reduciendo. En 1960 las instituciones de depósito representaban cerca de 60% de todo el sector financiero y 58% en 1980. Las entidades que han ganado participación son los fondos de pensiones y los *mutual funds*.

Aspectos fundamentales de la regulación bancaria estadounidense

Restricciones a la apertura de sucursales: las restricciones a la apertura de sucursales por fuera del estado de origen, que existen desde 1863 en el *National Banking Act* y fueron reforzadas por el *McFadden Act* de 1927, constituyen el origen del actual ordenamiento bancario en E.U. Este aspecto

regulatorio favoreció la proliferación de gran cantidad de bancos e impidió que grandes bancos de regiones más desarrolladas aprovecharan su experiencia más allá de sus fronteras. Sin embargo, pese a lo estricto de la regulación, los bancos encontraron la manera de superar los impedimentos legales a través de la creación de las *banking holding companies*, en las cuales grandes firmas poseían diferentes bancos en diferentes Estados. En 1956 *el Bank Holding Company Act* permitió a estas compañías proveer servicios financieros no bancarios de manera interestatal.

Desde los años setenta, los límites impuestos a la expansión bancaria a través de sucursales en diferentes Estados han ido perdiendo fuerza, en particular debido a las alianzas y pactos entre Estados vecinos, que permitieron el ingreso de diferentes entidades financieras. Frente a este comportamiento, la legislación estadounidense respondió en 1994 mediante del *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*, el cual permitió la apertura de sucursales en diferentes Estados cuya legislación propia lo permitiera. Esta nueva legislación es la principal explicación de la constante disminución en el número de bancos en E.U., que se registra en años recientes.

Restricciones al tipo de actividades bancarias: como consecuencia del gran número de quiebras bancarias e irregularidades de inicios de los años treinta, la legislación financiera estadounidense prohibió en 1933 a los bancos comerciales la participación en cualquier actividad aseguradora y de corretaje (*broker*) por medio del *Glass-Steagall Act*. Esta medida levantó un muro de separación entre la banca comercial y la banca de inversión, la cual sufrió presiones para su desmonte en la medida en que los bancos estadounidenses entraron en desventaja frente a bancos extranjeros que tenían la capacidad de combinar la banca comercial con otro tipo de actividades. Estas presiones surtieron efecto en 1999 cuando se aprobó el *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act*, que permitió que las compañías de seguros adquirieran bancos comerciales, pudieran vender sus propios seguros y participar en actividades de finca raíz.

Tanto el *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* de 1994, el cual permitió la apertura de sucursales en diferentes Estados cuya legislación propia lo permitiera, como el *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* de 1999, que erosionó la separación entre la banca comercial y la banca de inversión, han permitido que desde inicios de la presente década se observe un constante proceso de consolidación financiera en E.U. Los analistas esperan que las instituciones bancarias sean cada

vez menos, más grandes y más complejas en su funcionamiento, lo cual implica emprender una gama amplia de actividades financieras.

Regulación bancaria para los bancos extranjeros en Estados Unidos: hasta antes de 1978 los bancos extranjeros en E.U. no estaban sujetos a gran parte de la legislación que cobijaba a los bancos locales. Por ejemplo, los bancos extranjeros podían establecer sucursales en diferentes Estados y no tenían que cumplir con ningún tipo de requerimiento de reservas. Sin embargo, a partir de la aprobación del *International Banking Act* (IBA) de 1978, las cargas regulatorias entre los bancos locales y extranjeros se igualaron.

El marco legal delineado por el IBA de 1978 se convirtió el horizonte básico al cual deben acogerse los bancos extranjeros que desean entrar al mercado estadounidense. Cualquier banco extranjero que desee establecerse, ya sea a través de una sucursal (*branch*), agencia (*agency*) o subsidiaria (*subsidiary*), tiene la posibilidad de hacerlo tanto bajo el poder estatal como bajo el poder federal, razón por la cual el sistema bancario dual también aplica para los bancos extranjeros en E.U.

El IBA comisionó al FED de la supervisión de todos los bancos extranjeros establecidos en Estados Unidos (federales y estatales) e impuso los mismos requerimientos de reservas que esta entidad establece para los bancos locales. Al igual que los bancos nacionales, los bancos extranjeros que se acogieran al poder federal debían ser regulados por el OCC y asegurar sus depósitos inferiores a US$100.000 en el FDIC.

En 1991, la legislación aplicada a los bancos extranjeros se volvió aún más estricta con la aprobación del *Foreign Bank Supervision Enhancement Act* (FBSEA) a través del cual se estipuló que el establecimiento de todo nuevo banco extranjero, ya sea sucursal, agencia u oficina representativa, debe ser previamente aceptado por el FED. El FBSEA también estableció que todo banco extranjero debe ser examinado anualmente por una autoridad estatal o federal competente (FED, OCC, FDIC o la institución estatal correspondiente).

Finalmente, el FBSEA prohibió a las sucursales de bancos extranjeros adquirir seguros federales para sus depósitos en el FDIC pero a aquellas pocas que lo tenían antes del acto legislativo les fue permitido conservarlo.

En 1994, el *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* permitió a los bancos extranjeros, al igual que lo hizo para los bancos locales, el establecimiento de sucursales por fuera de su Estado de origen si así lo permite la ley estatal. El *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* de 1999 también abrió el espectro de actividades en las cuales los bancos

extranjeros pueden involucrarse mediante el establecimiento de *bank holdings*. Esta legislación favorece en particular a las subsidiarias extranjeras, cuyo trato legal en este aspecto es idéntico al que rige para los bancos locales.

Existen principalmente cinco tipos de organizaciones financieras a través de las cuales los bancos extranjeros pueden prestar sus servicios en E.U. A continuación se presenta una descripción de los mismos.

Representative Offices (Oficina de representación): una oficina de representación de un banco extranjero puede ser establecida en cualquier Estado cuya legislación lo permita, sujeta a la previa autorización del FED y la autoridad estatal relevante. Una oficina de representación es la forma más simple de organización financiera y a su vez la más restringida en actividades. Sus funciones son únicamente administrativas y de mercadeo, razón por la cual no puede tomar ningún tipo de decisión de negocios a nombre de un banco extranjero.

Branches (Sucursales): una sucursal es una extensión tanto legal como operacional de la casa matriz del banco extranjero correspondiente. Sujeto a la aprobación del FED, un banco extranjero puede establecer una sucursal bajo el poder federal o bajo la ley estatal, siempre y cuando el Estado de origen acepte el establecimiento de sucursales. Nueva York, California, Florida e Illinois son los Estados con mayor actividad de sucursales en E.U.

Con excepción de los depósitos al por menor (depósitos menores a US$100.000) una sucursal en E.U. puede involucrarse en una gran variedad de actividades financieras que incluyen actividades de inversión, de toma de depósitos al por mayor (mayores a US$100.000) tanto locales como extranjeros, y actividades de crédito y fiduciarias.

El establecimiento de una sucursal es menos costoso que el de una subsidiaria debido a que no se exige una capitalización como entidad independiente (aunque una capitalización acorde con los depósitos o requerimientos de un mínimo de activos pueden ser exigidos). Adicionalmente, una sucursal puede aceptar mayores préstamos pues sus límites son proporcionales al capital de la casa matriz.

A excepción de algunas sucursales existentes y aseguradas antes 1991, ninguna sucursal puede acceder al aseguramiento de sus depósitos por parte del FDIC.

Las sucursales de orden federal son reguladas, examinadas y supervisadas por el OCC, y están sujetas a la misma legislación que las sucursales

federales locales. La excepción radica en que sus actividades son limitadas dependiendo del valor en dólares del capital de su casa matriz.

Las sucursales de orden estatal son reguladas, examinadas y supervisadas por la entidad estatal correspondiente, y por lo general pueden ejercer el mismo tipo de actividades que una sucursal estatal local. Cabe destacar que algunos Estados exigen reciprocidad en la ley de establecimiento de sucursales, por lo cual las permiten siempre y cuando el país de origen acepte el establecimiento de sucursales de bancos estadounidenses en su país.

Agencies (Agencias): las agencias, al igual que las sucursales, son extensiones legales y operacionales de su casa matriz extranjera. Una agencia realiza básicamente préstamos comerciales y corporativos, y financia transacciones internacionales. Las agencias se distinguen de las sucursales básicamente en el hecho que, por lo general, no están autorizadas para realizar actividades de toma de depósitos.

Una agencia puede establecerse bajo el poder federal o la ley estatal, siempre y cuando ésta última lo permita. Nueva York, Florida, California y Texas, entre otros Estados, permiten el establecimiento de agencias. Algunos Estados, como Nueva York y California, permiten que las agencias realicen cierto tipo de actividades de toma de depósitos, en particular de extranjeros no residentes.

Subsidiary Bank (Subsidiaria): una subsidiaria es una entidad bancaria capitalizada y constituida legalmente en E.U., cuyo control y toma de beneficios es responsabilidad de un banco extranjero. Las subsidiarias pueden ser nacionales o estatales, sujetas a exactamente la misma regulación que un banco local incluyendo el aseguramiento con el FDIC. A la hora de ser examinada, el capital propio de la subsidiaria es la medida con la cual se evalúa su solvencia, independientemente del capital de su casa matriz en el extranjero.

Commercial lending companies (Compañías de financiamiento comercial): una compañía de financiamiento comercial extranjera es una entidad financiera no depositaria especializada en préstamos comerciales, autorizada y regulada por la ley estatal. Este tipo de entidades funciona en su mayoría en el Estado de Nueva York.

b. Colombia

Breve descripción de la estructura y regulación del sistema bancario colombiano.

El sistema bancario colombiano está organizado bajo un esquema de *matrices y filiales*, una forma de organización intermedia entre la banca especializada y la banca múltiple. En la actualidad, el sector de establecimientos de crédito colombiano está conformado por cuatro tipos de entidades: bancos (comerciales y especializados en crédito hipotecario), corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial tradicional y compañías de financiamiento comercial especializadas en *leasing*.

Los bancos representan cerca del 87% de los activos de los establecimientos de crédito. Estas entidades pueden abarcar un amplio rango de operaciones activas y pasivas, en moneda local y extranjera, con la excepción de las operaciones de *leasing* e inversiones en el sector real. Son las únicas entidades que pueden captar depósitos en cuenta corriente. Algunas de estas entidades se especializan en la actividad hipotecaria (Bancos Especializados en Crédito Hipotecario, BECH, o antiguas Corporaciones de Ahorro y Vivienda, CAVS). Actualmente existen 28 bancos.

Las corporaciones financieras representan cerca del 8% del total de activos de los establecimientos de crédito. Son las únicas entidades que pueden invertir en el sector real y pueden actuar como bancos de inversión. Además pueden captar depósitos a término y cuando su capital supera cierto nivel y también pueden captar depósitos de ahorro. Actualmente existen 8 corporaciones financieras.

Las compañías de financiamiento comercial (tradicionales y especializadas en *leasing*) representan cerca el 4,7% de los activos totales del sector de establecimientos de crédito (1,9% y 2,7% respectivamente). Estas compañías se especializan en operaciones de crédito de consumo y captan básicamente depósitos a término. Algunas de estas entidades se especializan en actividades de *leasing*. En total hay 14 compañías de financiamiento comercial tradicionales y 11 especializadas en *leasing*.

El marco regulatorio del sector bancario está en manos de cuatro entidades. El Ministerio de Hacienda (Minhacienda) es la entidad que establece las normas prudenciales a las cuales debe someterse el sector (solvencia, requerimientos mínimos de capital, límites de exposición al riesgo, entre otros). La Superintendencia Bancaria (Superbancaria) supervisa la salud del sector financiero y el cumplimiento de la regulación que sobre éste recae. Esta entidad establece los procesos contables que deben seguir los intermediarios, y aprueba la entrada de nuevas instituciones y las fusiones y adquisiciones al interior del sector. El Banco de la República es el prestamis-

ta de última instancia y está encargado de dirigir la política monetaria y cambiaria. Finalmente, el Fogafin es la entidad que maneja el seguro de depósitos y puede actuar como entidad independiente en la recuperación o liquidación de las entidades en problemas.

Entre 1990 y 1992 el sistema bancario colombiano fue reformado para tornarlo más eficiente y competitivo, de tal manera que respondiera a las exigencias de una economía más abierta. Con la Ley 9 de 1991 se introdujo un nuevo régimen cambiario que eliminó el vigente desde 1967. A través de la Ley 45 de 1990 y la Ley 35 de 1993 se introdujeron amplias reformas al sector financiero, tendientes a aumentar su competencia y mejorar sustancialmente las labores de regulación y supervisión[39].

Estas reformas surtieron un efecto inmediato sobre el sistema bancario en Colombia, pues el número de instituciones financieras pasó de 91 a 148 entre 1989 y 1997. En este período la participación del Estado en los activos de los bancos se redujo de niveles de 45% a 20% (Barajas, Steiner y Salazar, 2001). Los accionistas de los bancos con capital extranjero, que habían tenido que vender una su participación mayoritaria a inversionistas nacionales durante los años setenta, se les permitió nuevamente la adquisición de más de 50% de las entidades financieras. Como consecuencia, la participación de los bancos con mayoría de capital extranjero, dentro de los activos totales de los bancos, pasó de 7,6% en 1991 a más del 20% en 1998.

Los bancos extranjeros que deseen establecerse en Colombia deben hacerlo bajo la figura de subsidiaria, es decir, deben cumplir con toda la regulación y requerimientos de las entidades nacionales para la creación y operación de una entidad bancaria. Un banco extranjero tiene la capacidad de abrir diferentes oficinas en el país sólo una vez establecida la filial. Un banco extranjero no puede establecer directamente una sucursal en Colombia apoyada en el capital de la casa matriz localizada en el exterior.

---

[39] Dentro de las medidas adoptadas vale la pena mencionar las siguientes: i) se facilitó la entrada y salida de entidades; ii) se adoptó un sistema intermedio entre la banca especializada y la banca múltiple, denominado esquema de matrices y filiales; iii) se ampliaron las actividades que podrían realizar los intermediarios, algunas de las cuales deberían ser realizadas a través de filiales; iv) se redujeron de manera significativa los encajes, y se eliminó la mayor parte de las inversiones forzosas y el crédito dirigido; v) en la Ley del Banco de la República quedó establecido que los controles sobre las tasas de interés no podrían implantarse por un plazo mayor a 90 días, si bien hacía unos años éstos se venían eliminando; vi) se hicieron avances importantes en términos de regulación y su-pervisión; vii) se avanzó en el programa de reprivatización de las entidades que habían quedado en manos del Estado durante la crisis de los años ochenta; y viii) se eliminaron las barreras a la IED en el sector financiero.

2.2. *Indicadores de tamaño y estructura del sistema bancario colombiano: una comparación con América Latina y Estados Unidos*

A continuación se presenta una breve comparación de algunos indicadores de tamaño y estructura del sistema bancario colombiano, estadounidense y algunos países de América Latina. Sólo se tienen en cuenta los bancos comerciales[40].

El indicador tradicional M3 / PIB de profundización financiera alcanzó en 2002 casi 70% en Estados Unidos y 31% en Colombia[41]. Es decir que la profundización financiera alcanzada en Colombia es menos de la mitad que el nivel estadounidense. Sin embargo, Colombia mantiene un indicador cercano al promedio de América Latina (30%), pues el mismo se sitúa por debajo de países como Chile (45,4%), Brasil (33%), Perú (32%), Bolivia (49,9%) y Costa Rica (40%), y por encima de México (25%) y Venezuela (18%)[42].

Un comentario similar surge al analizar el indicador de crédito doméstico otorgado por el sistema bancario (incluyendo el otorgado por la autoridad monetaria) como porcentaje del PIB. En general, este indicador superó 100% en los países desarrollados y algunos países del Sudeste Asiático en 2002[43]. Para Colombia, este indicador alcanza 35%, siendo un poco más bajo que el promedio para América Latina (42,5%). De nuevo, varios países de la región como Brasil (64,8%), Chile (74,3%), Argentina (62,5%), Bolivia (63,3%), Costa Rica (36,8%) y Uruguay (92,9%) mantienen un indicador más elevado, mientras Perú (23,8%), México (26,6%) y Venezuela (15,1%) registran un porcentaje menor.

Ahora bien, la particularidad de la estructura y de la regulación del sistema bancario estadounidense, mencionada en la subsección anterior, ha llevado a que en ese país exista una gran cantidad de entidades bancarias. Teniendo en cuenta los bancos comerciales y las instituciones de ahorro que

---

40 En la mayoría de países analizados existen otros grupos de intermediarios o establecimientos de depósito y crédito. Sin embargo, las actividades y negocios de los bancos comerciales son más comparables entre países, además de contar con mayor disponibilidad de información.

41 Fuente Banco Mundial, World Development Indicators(WDI) 2003.

42 Cabe resaltar que en Colombia la relación M3 / PIB se incrementó en más de 10 puntos porcentuales entre inicios de los años noventa y finales de 2002.

43 Fuente Banco Mundial, WDI 2003.

están afiliadas al FDIC, a finales de 2002 existían en E.U. 9.354 bancos, de los cuales 7.887 correspondían a bancos comerciales y 1.467 a instituciones de ahorro. Algunos Estados que pueden resultar de interés para Colombia, por la población nacional residente en los mismos, muestra la siguiente composición bancaria: en California existen 325 entidades bancarias (286 bancos comerciales y 39 instituciones de ahorro); en Florida, 301 (260 bancos comerciales y 41 instituciones de ahorro); en Nueva York, 211 (136 bancos comerciales y 75 instituciones de ahorro); y en Texas, 715 (669 bancos comerciales y 46 instituciones de ahorro). Cabe destacar que como resultado de la flexibilización de la regulación en relación con la apertura de sucursales en diferentes Estados y las actividades permitidas a los bancos, se ha evidenciado en los últimos años un proceso importante de consolidación bancaria que se ha reflejado en una reducción acelerada del número de entidades bancarias en E.U. Así, según cifras del FDIC entre 1984 y 2002 han desaparecido más de 8.500 entidades.

Según el Cuadro 5, para 2002 los activos de los bancos comerciales e instituciones de ahorro de E.U. sumaron US$8,4 billones (millones de millones), representando cerca del 80% del PIB. Cabe anotar que su crecimiento en términos reales en los últimos 5 años promedió 4,6%.

En Colombia, por su parte, la participación de los activos del sistema bancario en el PIB es 38%. Colombia aparece de nuevo con un sistema bancario relativamente pequeño, similar en tamaño al existente en México (25%) y Perú (33%), y definitivamente más reducido que el de Chile (100%) y E.U. (Cuadro 5).

Colombia cuenta hoy con 28 bancos (incluyendo las entidades especializadas en crédito hipotecario). Si bien es un número bastante menor al de E.U., no es muy alejado del número de entidades bancarias en otros países de la región. Por ejemplo, Chile cuenta con 26 bancos, México con 33 y Perú con 17 (Cuadro 5).

Cabe señalar que, al igual que en E.U., el número de entidades bancarias en Colombia se ha reducido. Ello responde no solamente a una tendencia mundial hacia la consolidación de los sistemas bancarios sino también al proceso de ajuste y reestructuración del sector por la crisis de 1998-1999. En efecto, el número total de establecimientos de crédito en Colombia pasó de 146 a 71 entre junio de 1996 y finales de 2001. En la actualidad existen 28 bancos, dentro de los cuales 22 son bancos comerciales y 6 son bancos especializados en crédito hipotecario.

Otras cifras del Cuadro 5 permiten comparar los diferentes grados de penetración o cobertura del sector bancario en los cinco países analizados. Por un lado, se encuentra que la penetración bancaria es más elevada en E.U. que en los países latinoamericanos estudiados, pues mientras en E.U. hay 143 habitantes por oficina, en Colombia hay 742, en México cerca de 1.000 y en Perú 1.411. Por otro lado, en E.U. hay cerca de 3.900 habitantes por oficina bancaria, en Colombia, 11.323, en Chile, 10.722, México 14.446 y en Perú 27.864. Además, en E.U. y Chile hay más empleados por oficina bancaria que en Colombia, México y Perú.

El Cuadro 6 muestra que el banco más grande de E.U. es cerca de 170 veces más grande que el banco más grande de Colombia, pero el tamaño promedio de una entidad en E.U. es similar al tamaño promedio de un banco en Colombia. Por Estados, el análisis arroja resultados diferentes, puesto que en California y en Nueva York el tamaño promedio de un banco es 3 y 7 veces más grande que el tamaño promedio de una entidad en Colombia.

Además, el tamaño promedio de un banco en Colombia es cerca de tres veces el de un banco en Florida y en Texas. Resulta también interesante que el banco más pequeño de Colombia es más grande que un banco pequeño de Estados Unidos y de cualquiera de los Estados analizados. Dentro de la región, Chile y México tienden a tener bancos de mayor tamaño que los colombianos, y Perú y Costa Rica entidades bancarias de tamaño similar.

El peso de los tres bancos más grandes de Estados Unidos en el total de activos del sector es aproximadamente 20%, registrándose un mayor grado de concentración en California y Nueva York que en Florida (15,3%) y Texas (20,6%) (Cuadro 6). El bajo nivel de concentración bancaria en E.U. seguramente encuentra parte de su explicación en el elevado número de bancos (7.900). En Colombia el peso de los tres bancos más grandes es similar al registrado en E.U., Florida y Texas, pero menor que el nivel de concentración de los demás países de la región analizados donde el porcentaje es cercano o superior a 50%.

No solamente se tiene que el tamaño de las entidades bancarias es pequeño en relación con otros países de América Latina, pues el tamaño promedio de las operaciones individuales también es reducido. Nos aproximamos a este indicador a través del valor de activos per cápita, relación que corregimos por las diferencias en el ingreso por persona y en el poder adquisitivo entre países. Los resultados muestran que el monto de activos por habitante en E.U. (US$24.500) es una vez y media el de Chile (US$15.187), y

Cuadro 5. Indicadores de penetración financiera: Estados Unidos, Colombia, Chile, México y Perú

	E.U.: total instituciones de depósito[1]	E.U.: bancos comerciales	Colombia[2]	Chile[3]	México[4]	Perú[5]
Número de instituciones	9.354	7.887	28	26	33	17
Número de empleados	2.017.645	1.745.507	58.050	36.875	102.536	18.964
Número de oficinas (sucursales)	87.837	74.072	3.804	1.453	6.986	960
Activos (millones de US$)	8.435.904	7.076.943	31.122	64.341	160.217	19.001
Población país (en miles)	288.368	288.368	43.071	15.579	100.922	26.749
PIB (en US$ corrientes)	10.416.820	10.416.820	82.194	64.154	637.205	56.901
PIB per cápita (US$ de 1995)	31.977	31.977	2.274	5.436	3.713	2.404
PIB per cápita PPP (int. $)	35.158	35.158	6.068	9.561	8.707	4.924
Hab. por oficina	3.283	3.893	11.323	10.722	14.446	27.864
Hab. por empleado	143	165	742	422	984	1.411
Activos por hab.(en US$)	29.254	24.541	723	4.130	1.588	710
Activos por hab. ajustado[6]		24.541	4.186	15.187	6.410	5.072
Empleados/oficina	23,0	23,6	15,3	25,4	14,7	19,8
Crédito doméstico otorgado por el sector bancario (% PIB)	160,12	160,12	35,9	74,28	26,63	23,88
Activos/PIB	81,0	67,9	37,9	100,3	25,1	33,4

[1] Incluye bancos comerciales e instituciones de ahorro aseguradas por el FDIC; [2] Bancos y CAV's. Oficinas y empleados para 2000. Tasa de cambio 2002 2.508 pesos por dólar; [3] Bancos e incluye una sociedad financiera. Información para diciembre de 2002. Tasa cambio 2002: 688,9 pesos por dólar; [4] Banca Múltiple. Información a diciembre de 2002. Tasa de cambio 2002: 9.65 pesos por dólar; [5] Banca múltiple. Información de oficinas a 2000 y entidades y empleados a 2002. Tasa de cambio 2002: 3.516 nuevos soles por 1.000 dólares; [6] Multiplicado por la razón PIB per cápita PPP de E.U./PIB per cápita PPP del país.
Fuente: FDIC, Superintendencias Bancarias, Banco Mundial, FMI y cálculos propios.

Cuadro 6. Concentración del sistema bancario y tamaño promedio de entidades, participación en el total de activos* y millones de US$, diciembre de 2002

	E.U.[1]	California	Florida	Nueva York	Texas	Colombia[2]	Chile	México[3]	Perú[4]	Costa Rica
Número bancos comerciales e instituciones de ahorro[2]	9.237	320	306	217	704	28	25	33	17	21
Número de instituciones con activos reportados	9.190	312	302	216	702	28	25	33	17	21
Concentración por activos (%)[3]										
3 instituciones más grandes	20,5	59,9	15,3	74,9	20,6	29,5	55	61,9	59,8	60,4
5 instituciones más grandes	27,2	72,5	22,2	83,1	27,6	42,3	71	77,9	77,9	72,9
10 instituciones más grandes	37,8	80,6	34,6	89,7	39,0	68,3	89	94,5	94,4	90,5
Activos banco más grande	638.120	246.980	7.122	638,120	17.345	3.825	15.252	40.873	5.110	2.164
Activos banco más pequeño	1,8	2,5	12,2	5,0	2,3	132,3	17,6	29,9	26,1	21,3
Promedio activos por banco	965,1	3.003	355,2	7.937	279,4	1.095	2.574	4.855	1.118	356

* Participación en el total de activos reportados: para E.U. corresponde a bancos comerciales e instituciones de ahorro y para Colombia, a bancos y CAVS; [1] Incluye bancos comerciales e instituciones de ahorro aseguradas por el FDIC; [2] Bancos y CAV's para 2001. Tasa de cambio 2002 2.508 pesos por dólar; [3] Banca múltiple. Información a diciembre de 2002. Tasa de cambio 2002: 9.65 pesos por dólar; [4] Banca múltiple.Información de oficinas a 2000 y entidades y empleados a 2002. Tasa de cambio 2002: 3.516 nuevos soles por 1,000 dólares.
Fuente: FDIC, Superintendencia Bancaria de Colombia, Latinfinance Banking Guide y cálculos propios.

cerca de seis veces más grande que en Colombia (US$4.186). Este último país tiene a su vez un monto de activos por habitante inferior al de Perú (US$5.072) y de México (US$6.410).

Si bien en Colombia la escala de operación es pequeña, el tamaño promedio de entidad bancaria en el país ha aumentado en los últimos años como consecuencia del proceso de consolidación. El Cuadro 7 muestra que este incremento en la escala de operación se evidencia en todos los grupos de intermediarios, excepto para las compañías de financiamiento comercial tradicionales.

En 2002, el tamaño promedio de un banco colombiano era casi 50% más grande que en 1995. Para los BECH, el tamaño promedio de una entidad se incrementó en cerca de 40% en ese mismo período. El tamaño de una corporación financiera en 2002 era 3 veces superior al registrado en promedio por estas entidades en 1995. El tamaño promedio de una CFC especializada en *leasing* era 67% más elevado en 2002 en relación con el observado en 1995. Sólo se redujo la escala de las compañías de financiamiento comercial tradicionales a cerca del 60% del tamaño que presentaban 7 años antes. Todo lo anterior sugiere que en los últimos años, el proceso de reducción en el número de entidades bancarias, de todos los grupos de intermediarios, excepto las CFC tradicionales, estuvo acompañado de un incremento de la escala promedio de operación.

Resulta interesante anotar que si bien en 1995 el tamaño de un banco comercial era mayor al de un BECH (antiguas CAV), en 2002 sucedía totalmente lo contrario. Así mismo, si bien en 1995, una CFC tradicional era más grande, en promedio, que una CFC especializada en *leasing*, en 2002 se tenía la situación contraria. Por último, las diferencias en tamaño entre los bancos

Cuadro 7. Tamaño promedio de entidad por grupos de intermediarios, valor de los activos promedio por entidad, miles de pesos de 1998

	1995	1998	2002	2002/1995
Bancos	1.252.391	1.487.053	1.843.998	1,47
BECH (antiguas CAV)	1.901.864	2.508.292	2.588220	1,36
CF	397.197	565.686	1.226.189	3,09
CFC tradicionales	134.246	106.158	76.596	0,57
CFC leasing	91.917	95.275	153.341	1,67

Fuente: Superintendencia Bancaria, DANE y cálculos propios.

(incluido BECH) y las corporaciones financieras se han ido reduciendo en el tiempo.

Además de la reducción en el número de entidades y del aumento en su tamaño, los niveles de concentración también se han incrementado para los diferentes grupos de intermediarios. Al considerar solamente los bancos comerciales, la participación de las tres entidades más grandes en los activos totales del grupo se incrementó de 31,5% a 40,8% entre 1995 y 2002. En el caso de las BECH este porcentaje se incrementó de 51,6% a 58,9%, en el de las corporaciones financieras de 61,1% a 79,9%, en el de las compañías de financiamiento comercial tradicionales de 31,9% a 44,8% y en el de las compañías de financiamiento comercial especializadas en leasing, de 25,9% a 63,2% en igual lapso. Los grupos de mayor concentración son las corporaciones financieras, de las CFC especializadas en *leasing* y de las BECH. Los grupos de menor concentración son los bancos comerciales y las CFC tradicionales.

Por lo tanto, desde la segunda mitad de los años noventa se ha venido observando en Colombia un proceso de consolidación importante en los diferentes grupos de intermediarios financieros, caracterizado por una reducción en el número de los mismos, un incremento de la escala de operación y de la concentración. Aún cuando la escala ha aumentado, las comparaciones internacionales sugieren que el tamaño promedio de los bancos (las entidades más grandes del país) sigue siendo pequeño cuando se compara con el promedio de las entidades en otros países de la región.

Algunos trabajos de finales de los años ochenta y comienzos de los noventa demostraron la existencia de economías de escala en la banca colombiana. Bernal y Herrera (1983), Suescún (1987) y Ferrufino (1991) encontraron que los bancos colombianos operaban en la parte decreciente de la curva de costos medios, por lo que la ampliación del tamaño de las entidades podría redundar en menores costos y en mayor eficiencia. Estudios más recientes, como Badel (2002) y Suescún y Misas (1996), muestran que aún existe una relación entre eficiencia y tamaño de entidad aunque la ineficiencia de escala es hoy en día menor (cerca de 3% de los costos).

Si bien los estudios para el caso colombiano proveen de alguna evidencia sobre la relación entre tamaño de la entidad y los costos administrativos, no hay evidencia empírica sobre el efecto que puede tener sobre los costos y la eficiencia el tamaño promedio de las operaciones que realiza una entidad.

Esta diferencia de tamaño y sus posibles efectos sobre la eficiencia se hacen relevantes para el análisis del suministro de servicios financieros de forma transfronteriza, pues la reducida escala de operación en Colombia puede poner al sector en desventaja frente a entidades extranjeras que operan en escalas más amplias en otros países. Al interior del país, las diferencias de escala no constituirían, en principio, motivo de diferenciación pues las entidades extranjeras que han venido al país (excepto el BBVA) han operado en una escala mediana - pequeña, siendo, en promedio, de menor tamaño que las entidades nacionales.

2.3. *Nivel de internacionalización o apertura de los servicios bancarios*

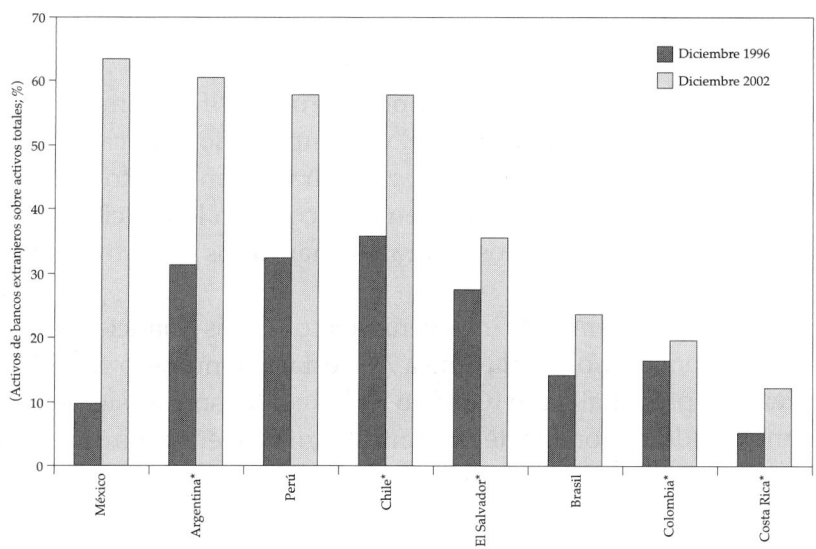
Con la Ley 9 de 1991 el sector bancario colombiano logró avances importantes en materia de apertura financiera al permitir la libre entrada de la inversión extranjera directa (IED) al sector. Este proceso avanzó de manera importante y el sector financiero fue uno de los renglones que recibió importantes flujos de IED. La participación del capital foráneo en los activos del sistema bancario pasó de 7,6% en 1991 a cerca de 25% a comienzos de 1998. La crisis por la que atravesó el sector financiero en 1998-1999 estancó este proceso y lo que se ha venido observando es una reducción de la participación extranjera en el mismo.

En el Capítulo 6 de este trabajo se repasan algunos de los indicadores de apertura del sector bancario construidos en estudios que involucran varios países. En general estos indicadores buscan evaluar el número e incidencia de las restricciones que impone un país al comercio de servicios bancarios a mediante el *comercio transfronterizo* y la *presencia comercial*. En el trabajo de Mattoo *et al.* (2001) el nivel de apertura del sector financiero colombiano es similar al de los sectores financieros de Ecuador, Chile y en cierta medida México, superior al de Perú, Uruguay, Venezuela y Brasil, e inferior al de Argentina. En la medida en que Argentina aparece como uno de los países más abiertos y Brasil como uno de los países más cerrados. Colombia se ubica en un nivel intermedio de internacionalización dentro de la región. Este resultado es interesante, pues muestra que Colombia, al haber logrado un nivel "promedio" de apertura desde hace ya varios años ha permitido que los bancos colombianos hayan tenido que competir con entidades extranjeras, lo cual significa, en principio, que en términos relativos estarían más preparados para enfrentar el mayor grado de apertura que eventualmente se derivaría de un TLC con E.U.

Sin embargo, los resultados anteriores contrastan con las cifras de participación foránea en el sector bancario. El Gráfico 4 muestra que el sector bancario colombiano es uno de los de menor participación extranjera y en donde se ha presentado el menor incremento en IED entre 1996 y 2002. De acuerdo con el indicador de participación extranjera en los activos totales del sector bancario, el porcentaje máximo llegaba en 1996 a 36% en Chile y la participación promedio (para los países analizados) llegaba a 20%. En igual año en Colombia, los bancos extranjeros representaban 16,5% del total de activos del sector, superior al porcentaje exhibido en México, Brasil y Costa Rica, pero inferior al registrado en Argentina, Perú, Chile y El Salvador.

En 2002, en México, Argentina, Perú y Chile, los activos de los bancos extranjeros participan con más del 60% del total de activos del sector bancario y la participación promedio se dobla en relación con 1996. Para ese año, Colombia mantiene uno de los porcentajes más bajos (19%), tan sólo superior al de Costa Rica e inclusive inferior al de Brasil, considerado uno de los países más cerrados en cuanto a su sistema financiero. Cabe anotar que

Gráfico 4. Participación extranjera en la banca de América Latina



Para Argentina la última cifra corresponde a dic 2001, para Chile, Colombia y Costa Rica, septiembre 2002 y El Salvador, junio 2002.
Fuente: Levy-Yeyati y Micco (2003).

México registra el mayor incremento en la participación extranjera (60 puntos porcentuales) debido a que después de la crisis de 1994-1995 la mayoría de bancos tuvieron que ser vendidos a extranjeros. En el período 1996-2002, el menor aumento de la participación extranjera en el sector bancario se dio en Colombia (3,1 puntos porcentuales)

Al estar la IED en el sector financiero totalmente liberalizada, sorprende que Colombia mantenga uno de los niveles más bajos de participación extranjera en el sistema bancario, inclusive menor que el de Brasil que se ha distinguido por ser uno de los países más cerrados en esta materia. Este hecho puede estar reflejando un aspecto positivo y es que la banca local es fuerte, diferenciándose de la banca mexicana, por ejemplo, en donde a raíz de la crisis prácticamente desapareció y dejó un espacio libre para que la banca extranjera. A pesar del deterioro generalizado de los indicadores de salud del sistema durante la crisis de 1999, las entidades nacionales privadas y extranjeras lograron sobreponerse, siendo la banca pública la que resultó más afectada llevando a su gradual desmonte. Pero este hecho también puede estar reflejando un aspecto negativo y es que, la banca en Colombia opera en un entorno institucional poco atractivo para los inversionistas. A continuación ilustramos este último punto.

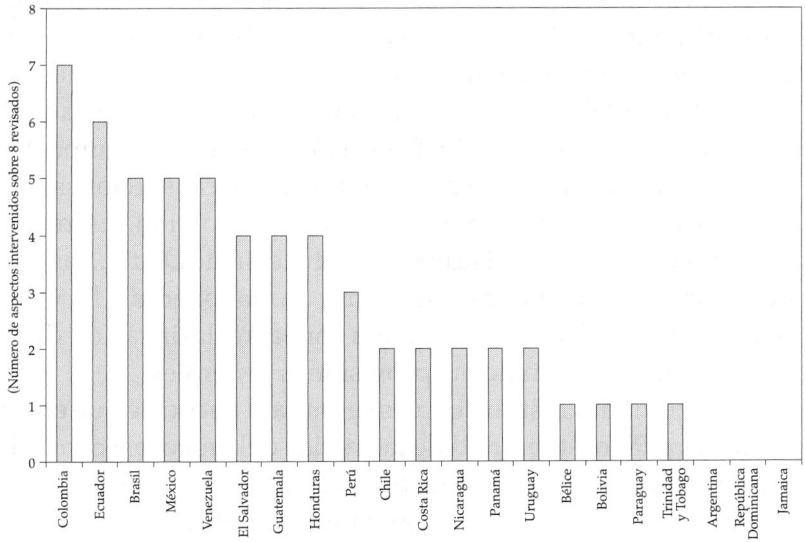
2.3. *Instituciones*

En un trabajo del BID (2001), Colombia obtiene una calificación sobresaliente en términos de regulación prudencial y de supervisión bancaria[44]. Sin embargo, el país queda en posiciones poco favorables en cuanto a otras intervenciones del Estado en el sistema, en particular en lo relacionado con la intervención del gobierno en los contratos financieros y la protección de los derechos de los acreedores.

Revisando ocho formas de intervenir los contratos financieros, según el estudio mencionado Colombia aplica 7 de éstas, un número superior al de cualquier otro país analizado (Gráfico 5), las cuales son las siguientes: i) la denominación de la moneda de los contratos; ii) los términos del préstamo; iii) los esquemas de amortización de capital; iv) los esquemas de pago de in-

[44] En el trabajo mencionado, Colombia se ubica entre los países en donde se aplican con mayor rigor las normas de capital, por debajo de Argentina, México y Bolivia, pero por encima de países como Chile, Perú y Brasil.

Gráfico 5. Intervención del gobierno en contratos financieros



Fuente: BID (2001).

tereses; v) el máximo nivel de tasa de interés para préstamos; vi) el máximo nivel de tasa de interés para mora y; vii) la existencia de inversiones obligatorias diferentes al encaje y la aplicación de porcentajes mínimos de crédito dirigido. El único aspecto que no se registra intervención en el país es en la denominación de la moneda de los contratos. Además, Colombia presenta uno de los peores indicadores de protección efectiva de los acreedores junto con Perú y con México. De hecho, países como Chile, México, Argentina y Brasil se sitúan en posiciones mejores que las de Colombia en el estudio del BID (2001). Esta protección incluye, por ejemplo, si los acreedores asegurados tienen derecho a cobrar en primer lugar en caso de quiebra, o si las empresas están obligadas a consultar con los acreedores antes de declarar una reorganización.

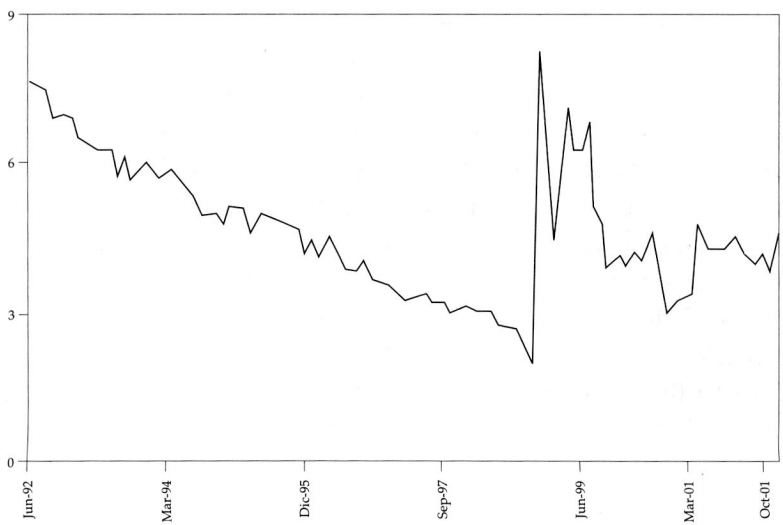
Otros estudios confirman el hecho de que en los últimos años, especialmente a raíz de la crisis de finales de los años noventa, la carga regulatoria e impositiva sobre el sector financiero se ha incrementado. Carrasquilla y Zárate (2002) construyeron un índice de carga regulatoria con base en la información del Balance y el Estado de Pérdidas y Ganancias de las entidades financieras. Este indicador considera la tasa de interés activa que se co-

braría en ausencia de regulación y aquella que se cargaría en presencia de ésta (encajes, provisiones, solvencia, inversiones forzosas e impuesto a las transacciones financieras). La diferencia entre ambas tasas es el *índice de represión financiera,* cuya evolución se presenta en el Gráfico 6. Se destaca que entre 1992 y mediados de 1998 el indicador fue disminuyendo gradualmente, pero a raíz de la crisis de 1998-1999 mostró un incremento importante en gran medida por la introducción del impuesto a las transacciones financieras. También tuvieron efecto, aunque en menor proporción, las inversiones forzosas por la creación de los Títulos de Reducción de Deuda, las mayores provisiones que se incrementaron para lograr un mayor grado de cubrimiento de la cartera, la regulación relacionada con la reclasificación de cartera por riesgo y la introducción de las provisiones generales.

Si a estas fragilidades institucionales se suma el hecho de que en Colombia hay una elevada inestabilidad de las reglas del juego, así como dificultades para hacer cumplir la ley y la justicia, el marco institucional dentro del cual se desarrolla la actividad financiera no es el óptimo y el sector resulta de bajo atractivo para inversionistas extranjeros.

Adicionalmente, la elevada carga regulatoria, las deficiencias en el entorno institucional y la inestabilidad en las reglas del juego pueden generar

Gráfico 6. Índice de carga regulatoria



Fuente: Carrasquilla y Zárate (2002).

sobre costos que se hacen evidentes cuando se compara a los bancos operando en Colombia y aquellos operando en otros países. Esto podría tener diferentes efectos en lo concerniente al *comercio transfronterizo*. En un escenario en el cual dicho comercio tomase impulso, las entidades locales se verían en desventaja frente a las extranjeras a causa del mayor costo de proveer servicios que resulta de las deficiencias institucionales y la elevada carga regulatoria por operar en Colombia. Pero estos aspectos también podrían desestimular este tipo de transacciones. En efecto, una entidad podría tener temor de prestar desde el exterior servicios bancarios en Colombia si tiene inseguridad sobre la posibilidad de hacer efectivas las garantías o, por ejemplo, si el proceso para recuperar un crédito es largo y engorroso. Las entidades extranjeras se verían en desventaja frente a las locales, las cuales están más acostumbradas a operar en dicho entorno.

Al contrario, es de esperar que entidades colombianas y extranjeras se vean afectadas por la elevada carga regulatoria y el débil entorno institucional de la misma manera cuando están operando en Colombia. Estos aspectos generarían sobrecostos en ambos grupos de entidades. Alguna evidencia sobre esta hipótesis se presenta en la siguiente subsección.

2.5. Indicadores de eficiencia y rentabilidad

La estructura, el grado de liberalización y la infraestructura institucional del sistema financiero se reflejan en los indicadores de productividad, eficiencia y rentabilidad del sector. En esta subsección resumimos los resultados obtenidos, para numerosos indicadores estimados para este propósito, desde dos diferentes puntos de vista. En primer término se busca contrastar estas variables entre países. En esta comparación debe tenerse en cuenta que el entorno institucional y macroeconómico de los países difieren. En segunda instancia se analizan las mismas variables para los diferentes grupos de entidades bancarias (privadas nacionales, extranjeras y públicas) que operan al interior de Colombia.

Para la discusión sobre *comercio transfronterizo* de servicios bancarios dentro de la negociación con E.U., será más relevante el primer ejercicio, y el segundo resulta más significativo en el tema de *presencia comercial*. Los estudios en Colombia se han concentrado en el segundo enfoque y han analizado las diferencias en términos de eficiencia entre los diferentes grupos de bancos colombianos (extranjeros y locales)[45].

a. Comparación de indicadores de rentabilidad y eficiencia en Colombia, Estados Unidos y otros países de América Latina

A continuación se comparan los indicadores de rentabilidad, eficiencia y productividad entre países, lo cual resulta relevante para el análisis de los posibles efectos de un incremento del *comercio transfronterizo* con Estados Unidos.

La rentabilidad del activo de los bancos colombianos en el período 2001-2002 se situó en 1,1, superior a la de Brasil, México, Perú y Argentina, pero inferior a la de Costa Rica y Chile. Una conclusión similar surge para el caso de la rentabilidad del patrimonio (Cuadro 8)[46]. En relación con Estados Unidos, Colombia registra niveles de rentabilidad similares.

La productividad bancaria, medida a través del indicador de activos/empleado bancario es claramente más elevada en E.U. que en los países de la región analizados. Chile y México mantienen un nivel de activos/em-

Cuadro 8. Rentabilidad del activo y del patrimonio, promedio 2001-2002, porcentajes

	ROA	ROE
Costa Rica	1,7	14,6
Chile	1,0	14,2
Colombia	1,1	10,5
Brasil	1,4	10,4
México	0,9	8,8
Perú	0,6	6,3
Argentina (2001)	0,3	2,4
Estados Unidos (2000-2002)		
Bancos nacionales	1,2	13,2

Fuente: FDIC, Latinfinance y cálculos propios.

[45] Cabe anotar que el objetivo principal es construir indicadores de desempeño sencillos, que permitan hacer comparaciones entre países. Por lo tanto, las estimaciones no contemplan evaluaciones econométricas del desempeño del sector bancario colombiano. Sin embargo, los resultados de estas comparaciones encuentran en la gran mayoría de los casos soporte empírico en los resultados de ejercicios estadísticos y econométricos que se han realizado sobre este tema en Colombia.

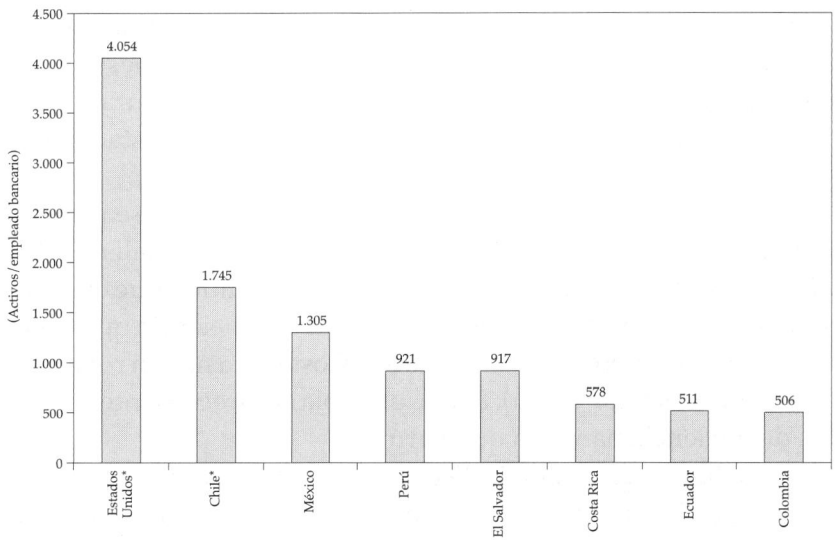
[46] De acuerdo con información de Felaban para 2003, la rentabilidad de los bancos en Colombia fue superior a la de los bancos en Chile, Brasil, México, Costa Rica y Perú pero inferior a la de los bancos en Ecuador.

pleado entre 2 y 3 veces el de Colombia. Por su parte la relación activos/empleado es el doble en Perú y el Salvador que en Colombia. Por último, Colombia y Ecuador mantienen un nivel de productividad similar (Gráfico 7).

La eficiencia bancaria puede medirse de diferentes maneras. En la literatura económica, la eficiencia se ha mirado desde dos puntos de vista: la eficiencia en producto y la eficiencia en el uso de los insumos. En el primer caso se analiza si la firma está produciendo en niveles óptimos de producción (eficiencia de escala) y/o una combinación óptima de productos (eficiencia de alcance). El segundo enfoque busca evaluar la capacidad que tiene la firma bancaria para utilizar eficientemente los insumos, dada una cantidad de producto (eficiencia económica o *eficiencia X*). En Colombia, varios ejercicios estadísticos y econométricos los han analizado[47].

La reducida disponibilidad de información lleva a que sea difícil aplicar ejercicios como los de *eficiencia X* para los sectores bancarios de varios países simultáneamente. Por lo tanto, nos limitamos a realizar una comparación

Gráfico 7. Productividad bancaria: activos/empleado bancario (US$, 2003)



* FDIC y cálculos propios; **Los activos se tomaron de Latinfinance.
Fuente: Felaban.

47 Véase Janna (2003b) para un resumen de los resultados de los diferentes ejercicios.

entre países de indicadores de eficiencia sencillos, sin involucrar un ejercicio econométrico como tal. Estos indicadores son los siguientes: i) la relación de gastos administrativos a activos; ii) el margen de intermediación financiera; y iii) la relación entre los gastos administrativos y el margen financiero bruto[48].

Uno de los indicadores de eficiencia es aquel que mide la proporción de gastos administrativos a activos. Mientras en Colombia y Costa Rica este indicador es cercano o superior a 7% entre 1995 y 2002, en Perú, Brasil, México y Argentina el mismo se ubica entre 4% y 6%, y en Chile es inferior a 3% en igual lapso. Ahora bien, mientras Chile guarda una relación de gastos administrativos a activos similar a la de E.U. (3,4%), Colombia presenta una relación más alta (7,2%). Estos resultados son apoyados por resultados similares en Badel (2002) y Fernández y Arias (2002).

En términos de su evolución, el indicador de gastos administrativos sobre activos en el período 1995-2002 muestra que mientras éste ha permanecido relativamente estable en Chile, Perú y Colombia, el mismo ha venido en aumento en Costa Rica y México (Gráfico 8). Si bien la relación gastos administrativos a activos presenta una evolución constante en el período 1995-2002, resulta importante señalar que la mayoría de los estudios econométricos recientes sobre *eficiencia X* en Colombia muestran que ésta ha venido aumentando en el tiempo (con cierto retroceso durante la crisis), aunque entre grupos de bancos se encuentran diferencias estadísticamente significativas.

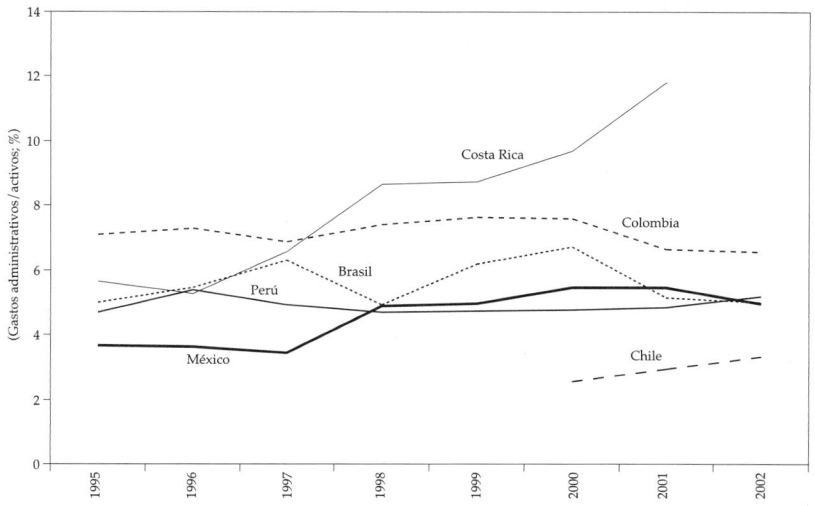
Los indicadores de margen de intermediación, que no se presentan en esta subsección, llevan a una conclusión similar sobre el análisis del indicador de costos administrativos sobre activos, en el sentido que el sector bancario colombiano mantendría menores niveles de eficiencia que Chile y Estados Unidos. Las diferencias con México y Costa Rica no son robustas (cambian entre un indicador y otro). Pero Colombia sí parece mantener mayores grados de eficiencia bancaria que Perú.

Otros análisis sugieren un indicador alternativo para acercarse al nivel de eficiencia de la entidad bancaria: la relación de gastos administrativos a margen financiero bruto, donde el margen financiero bruto (MFB) se define

---

[48] Sin embargo, a medida que se expliquen los resultados se mencionarán estudios econométricos que han llegado a conclusiones similares.

Gráfico 8. Gastos administrativos/activos (%)

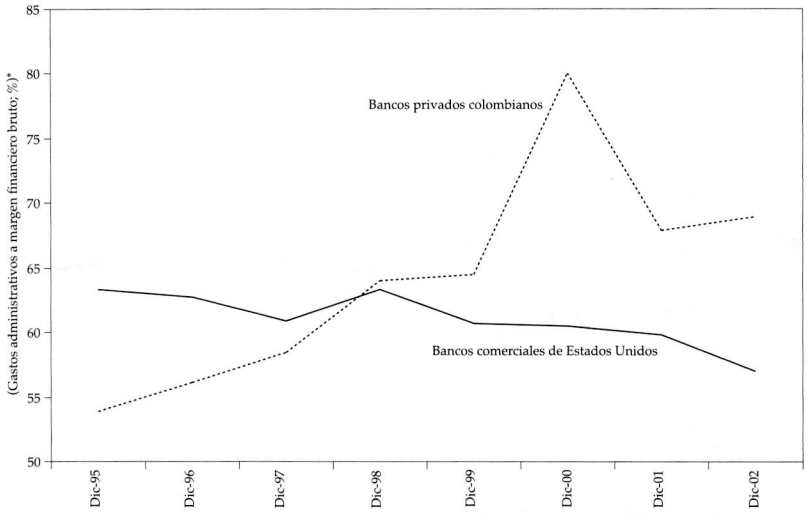


*Chile: 1999-2002; ** Bancos comerciales nacionales.
Fuente: Superintendencia Bancaria de Colombia, Superintendencia de Bancos de Chile, FDIC y cálculos propios con base en Levy-Yeyati y Micco (2003).

como la totalidad de los ingresos financieros (intereses e inversiones) menos los gastos financieros (intereses). Esta medida indica qué porcentaje de los ingresos operacionales netos son absorbidos por los gastos administrativos. Este indicador se construyó para Estados Unidos y Colombia para el período 1995-2002 y se presenta en el Gráfico 9. Este indicador alcanzó en E.U. 61% en el período 1995-2002, mientras que para el promedio de los bancos en Colombia dicha relación alcanzó 70,3% en igual lapso. Sin embargo, si se excluyen los bancos públicos, el indicador cae sensiblemente a 64,2% en Colombia.

Es importante anotar, sin embargo, que si bien al comienzo del período de análisis (1995-1997) el indicador era más bajo en Colombia que en elE.U., a partir de 1998 la situación cambió al observarse una tendencia de ajuste a partir del año 2001. En 2002 el indicador alcanzó un nivel de 57% en E.U. y para los bancos privados colombianos de 69%. El comportamiento de este indicador está determinado por lo que suceda con el margen financiero bruto, por lo que el deterioro en eficiencia en los años de crisis se explica por la sensible reducción de los márgenes mientras los gastos administrativos no pudieron ajustarse a la misma velocidad. Un análisis más detallado

Gráfico 9. Relación de gastos administrativos a margen financiero bruto(%)*, 1995-2002



* Relación de eficiencia: (gastos administrativos)/(margen financiero bruto+ingresos no financieros).
Fuente: FDIC y cálculos propios.

muestra que si bien la relación gastos laborales a MFB sólo aumentó 3% para los bancos privados, la relación de costos indirectos / MFB se incrementó cerca de 12%. Se evidencia de nuevo la elevada carga administrativa que acarreó la crisis, sobre la cual pudieron influir los obstáculos institucionales mencionados.

Por último, la revisión de los estudios de *eficiencia X* en Colombia y en E.U. corroborarían que los bancos estadounidenses (operando en E.U.) mantendrían en promedio mayores niveles de eficiencia que los colombianos (operando en Colombia). Janna (2003b) encuentra que los resultados de los diferentes estudios de *eficiencia X* reflejan un rango amplio de la eficiencia promedio del sector bancario colombiano entre 30% y 73% (en donde 100% significa que los bancos se encuentran sobre la frontera de eficiencia), y para todos una tendencia creciente de la eficiencia en los últimos años. La misma revisión de los estudios para E.U. muestra un rango entre 60% y 95% para la eficiencia promedio del sector bancario de ese país.

Los mayores costos de la actividad bancaria en Colombia frente a E.U. (y también Chile) tienen a nuestro modo de ver dos explicaciones que se han

ilustrado en este capítulo: i) la pequeña escala de operación y el reducido tamaño de las operaciones individuales frente a estos países; y ii) los sobrecostos que generan la elevada carga regulatoria, las debilidades institucionales (inseguridad jurídica) y la inestabilidad de las reglas del juego. Otra evidencia que soporta lo anterior se comenta brevemente en la siguiente subsección en relación con el hecho que las entidades extranjeras y locales privadas operando en Colombia (bajo el mismo entorno institucional, regulatorio y macroeconómico) no presentan diferencias en términos de costos.

b. Comparación entre grupos de entidades al interior de Colombia

Para analizar la competitividad del sector de intermediarios financieros en términos de la presencia comercial, se realizó el mismo ejercicio para las entidades de crédito que operan en Colombia diferenciando por grupos de entidades: nacionales privadas, extranjeras y públicas. En relación con el ejercicio anterior, los resultados son diferentes. A continuación se resumen los principales resultados. En efecto, las diferencias en la relación entre gastos administrativos y activos que se evidenciaban en la comparación entre países se desvanecen al comparar entre bancos nacionales privados y extranjeros operando en Colombia. De la misma manera se observa que las compañías de financiamiento comercial tradicionales nacionales y extranjeras se comportan de manera muy similar en términos del indicador de gastos administrativos sobre activos. En el caso de las compañías de financiamiento comercial especializadas en *leasing* se observa que a raíz de la crisis, el sector emprendió en un proceso de ajuste fuerte que ha resultado en un comportamiento favorable de las entidades locales frente a las extranjeras en términos de la relación de gastos administrativos sobre activos. Lo anterior indica que bajo las mismas condiciones macroeconómicas, regulatorias e institucionales las entidades de crédito locales compiten "bien" frente a las entidades extranjeras.

Los trabajos de *eficiencia X* realizados para Colombia muestran que las diferencias entre entidades extranjeras y privadas nacionales en términos de costos no son robustas. Por un lado, Castro (2001), realizando una estimación de la *eficiencia X*, encuentra que los bancos privados nacionales y los bancos extranjeros son más eficientes que los públicos, pero que entre los dos primeros grupos no hay diferencias estadísticamente significativas. Por otro lado, Janna (2003a), con un ejercicio para el período 1992 y 2002

encuentra que los bancos extranjeros son más eficientes que los nacionales, mientras no hay diferencias estadísticas entre bancos privados y públicos. De manera interesante este estudio encuentra una relación positiva entre la carga regulatoria (represión financiera) y el nivel de ineficiencia del sistema, que se hace más evidente en el período siguiente a la crisis financiera.

En suma, de esta evaluación se destaca que las diferencias en costos que se evidenciaban al comparar el sector bancario colombiano con el de otros países se desvanecen al contrastar el comportamiento de las entidades locales y extranjeras que operan en Colombia. Todo parece indicar que hay algo en el entorno colombiano que lleva a que la actividad de intermediación sea más costosa. Nuestra hipótesis es que en Colombia existe todavía una elevada carga regulatoria, un débil entorno institucional (inseguridad jurídica) y una elevada inestabilidad en las reglas del juego que genera sobrecostos a la actividad. Otro hecho que se deriva de nuestro análisis y puede estar explicando diferencias en costos es la reducida escala de operación, en gran medida por el reducido tamaño de las operaciones individuales.

3. Aspectos de la negociación en servicios financieros

En esta subsección se discuten los posibles efectos de la apertura de la intermediación financiera (bancos comerciales, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial, incluyendo las actividades de *leasing*) a mayor competencia externa derivada del capítulo de servicios financieros del TLC a negociarse entre Colombia y Estados Unidos.

Las dos subsecciones siguientes discuten los posibles efectos que, sobre diferentes modalidades de prestación de servicios financieros, pueden tener las negociaciones en servicios financieros (SF). La subsección 3.1 se analizan los efectos desde el punto de vista de la prestación de SF en Colombia por parte de entidades financieras estadounidenses. La subsección 3.2 plantea las áreas de interés de entidades colombianas para prestar SF en E.U.

3.1. Prestación de servicios en Colombia por entidades estadounidenses

Como se explicó en el Capítulo 1 de este trabajo, la negociación en SF en general contempla la liberalización de su intercambio bajo cuatro modos de suministro, las cuales se analizan a continuación.

Modos 1 y 4 - Transacciones transfronterizas y movimiento de personas. Estos dos modos de prestación de servicios involucran la posibilidad de que entidades financieras estadounidenses ofrezcan servicios financieros en Colombia sin la necesidad de establecerse en el país. En la práctica, este tipo de oferta y provisión de servicios requiere de presencia de representantes de entidades financieras externas en el país, así esta sea tan solo de carácter estrictamente temporal. Es el típico caso de los llamados agentes viajeros de "de maletín". De hecho, es sabido que entidades extranjeras han venido ofreciendo y / o prestando este tipo de servicios en Colombia a través de los años sin autorización expresa.

En los acuerdos comerciales suscritos por E.U. con otros países, la negociación de transacciones transfronterizas se hizo a través del enfoque de *lista positiva* (ver Capítulo 1). La oferta de estos servicios se haría a través de publicidad, correo e internet[49]. Si la negociación con Colombia se desarrolla de manera similar a la llevada a cabo con Chile, Singapur y los países centroamericanos, puede esperarse que los estadounidenses planteen al inicio de las negociaciones aquellas actividades de prestación de servicios transfronterizos en los que están interesados. Será difícil negar de manera general estas solicitudes aunque, de existir argumentos técnicos válidos, se podrán resistir para casos específicos. En todo caso, el gobierno debe exigir que estos servicios sean prestados por entidades que estén sujetas a normas prudenciales y de supervisión en E.U. Además, desde un principio debe aclararse que las operaciones correspondientes no contarán con ningún tipo de garantía pública ni de protección al usuario por parte de autoridades colombianas.

El gobierno debe considerar delimitar esta modalidad transfronteriza de oferta de SF por tres razones: i) no hacerlo podría implicar competencia desigual, al poderse ofrecer servicios financieros sin necesidad de cumplir con todos los requisitos exigidos a las entidades que hacen presencia física; ii) el consumidor local estaría desprovisto de protección; y iii) es probable que los estadounidenses impongan restricciones similares (o mayores).

En todo caso, cualquiera que sea la *lista positiva* inicialmente acordada, se debe exigir la necesidad de autorización previa de la Superintendencia

---

[49] Por a razones de confianza, al menos para los contactos iniciales, esta forma de prestación de servicios se realizará a través de la presencia física. Debido a razones de confianza, es casi seguro que, al menos para los contactos iniciales, esta forma de prestación de servicios se realice a través de la presencia física.

Bancaria (Superbancaria). En particular, se sugiere exigir la presentación de pruebas de regulación y supervisión en E.U., así como especificación clara de las modalidades de servicios a ser prestados.

Por el lado del activo, los productos más probables que se ofrecerían bajo el modo transfronterizo serían los siguientes: i) créditos directos a empresas establecidas en Colombia; ii) tarjetas de crédito y ii) cuentas bancarias denominadas en dólares. Los dos primeros servicios ya se prestan, así que la apertura no debe tener efectos importantes.

El endeudamiento externo de particulares residentes en Colombia debe mantenerse restringido al ofrecido por entidades financieras sujetas al control y supervisión de las autoridades correspondientes en E.U., por razones de control al lavado de activos. Además, por motivos de control monetario y cambiario, las autoridades deben buscar mantener la actual discreción para limitar el endeudamiento de particulares[50]. También por control al lavado de activos, además de por razones tributarias, e incluso por razones de conveniencia estadística, debe mantenerse la exigencia de que los préstamos externos a particulares se registren ante las autoridades colombianas.

En lo que hace a la potencial oferta de tarjetas de crédito, es improbable que ello constituya un elemento de competencia importante para los intermediarios establecidos en el país. Basamos esta afirmación en las consideraciones siguientes: i) El negocio de las tarjetas de crédito requiere un buen conocimiento del mercado, sus diferentes nichos y la calidad de los clientes. Las entidades financieras establecidas en el país están en mejores condiciones para evaluar estos factores, que entidades que vayan a prestar el servicio desde el exterior a través del comercio transfronterizo; ii) Las dificultades asociadas con la pobre protección a los derechos de acreedores en Colombia debe ofrecer poco estímulo a incursionar en este mercado; y iii) Los riesgos asociados con ofrecer tarjetas de crédito en moneda extranjera a usuarios que, en su mayoría, no tienen cobertura cambiaria para sus ingresos, deben restringir la oferta de tales servicios.

Por el lado pasivo, la solicitud más probable en el frente de entidades de intermediación financiera será la de permitir la oferta de cuentas bancarias

---

[50] Nos referimos a la facultad que tiene la Junta Directiva del Banco de la República para regular el mercado cambiario, en particular el de operaciones de endeudamiento externo público y privado (Ley 9ª de 1991, Artículo 11). En el pasado, basado en esta norma, el Banco ha impuesto encajes diferenciales al endeudamiento externo privado según plazos. Pero la norma puede ir mucho más allá, limitando los flujos según varios otros criterios

denominadas en dólares. Como se sabe, actualmente no se permite a los intermediarios financieros locales ofrecer cuentas en moneda extranjera. Existen razones de orden macro-financiero que justifican la restricción a la tenencia de cuentas bancarias en moneda extranjera para uso dentro del país. Entre ellas se destacan las siguientes: i) Permitirlas sería un paso en la dirección de dolarización de la economía, lo que restringiría el uso de la política cambiaria como instrumento de estabilización macroeconómica; ii) Los intermediarios tenderían a colocar recursos en moneda extranjera internamente a usuarios sin cobertura cambiaria, incrementado la vulnerabilidad del sistema financiero a choques externos; iii) Se dificultaría el manejo de la política monetaria; y iv) Probablemente incrementaría la volatilidad de la tasa de cambio. Por estas razones consideramos conveniente mantener la política actual de no permitir a las entidades financieras establecidas en el país el captar recursos y hacer préstamos en moneda extranjera.

De otra parte, la legislación actual permite a los residentes en Colombia mantener cuentas denominadas en moneda extranjera en entidades financieras del exterior, sujetas solo al requisito del registro de las mismas en el Banco de la República. Pero, dicha legislación no permite que dichas cuentas sean ofrecidas dentro del territorio nacional, no obstante que van a ser mantenidas en entidades financieras del exterior. Como era de esperar, la prohibición ha llevado a que, al margen de las normas, agentes de entidades financieras del exterior (los llamados "agentes de maletín"), e incluso oficinas de representación de esas entidades en Colombia, ofrezcan subrepticiamente este tipo de cuentas en el país. El resultado ha sido el de poner a las instituciones financieras establecidas formalmente en el país en desventaja frente a entidades del exterior, debido a que las primeras tienden a ser mucho más observantes de las normas que las segundas. Esto se debe a que aplicar controles a las segundas es poco menos que imposible. Además, la norma actual le impide, *de facto*, la tenencia de cuentas en moneda extranjera a residentes colombianos que no viajan con alguna frecuencia a E.U. o, en su defecto, se les induce a acudir a mecanismos irregulares para obtenerlas.

Los argumentos anteriores nos llevan a sugerir la siguiente respuesta a la posible solicitud de permitir la apertura de cuentas en dólares a residentes colombianos: autorizar su oferta dentro del territorio nacional, pero no a través del comercio transfronterizo, sino a través de los establecimientos de crédito formalmente establecidos en el país. Se mantendría la restricción

de que dichas cuentas sólo pueden mantenerse en instituciones financieras establecidas en el exterior.

En el TLC entre Chile y E.U. se acordó que habría libertad de prestación de nuevos servicios financieros solamente si no se requería nueva ley para autorizar su prestación. Esta limitante debe incluirse en las negociaciones de Colombia, para mantener el principio básico del según el cual a los intermediarios financieros pueden llevar a cabo tan solo aquellas operaciones que están explícitamente autorizadas. Aparte de la consideración jurídica, esta limitante provee una herramienta para estudiar la conveniencia de que se preste o no el nuevo servicio. Será difícil rechazar solicitudes por razones que no estén contempladas dentro de las llamadas excepciones a la cobertura del acuerdo (ver Capítulo 1), que incluyen: i) medidas prudenciales o cautelares; ii) medidas en cumplimiento de políticas monetarias y relacionadas; iii) medidas para limitar las transferencias con motivos de estabilidad del sistema financiero; y iv) medidas para asegurar la observancia de leyes y regulaciones. Es improbable que sea factible rechazar solicitudes de prestación de nuevos servicios financieros por razones que no estén contempladas dentro de estas categorías.

Los argumentos presentados en esta sección van en la dirección general de que los intermediarios financieros establecidos en el país no deben verse seriamente impactados por la prestación eventual de servicios transfronterizos provenientes de E.U. Las entidades establecidas en el territorio nacional tienen ventajas en materia de conocimiento del mercado, de sus instituciones, y de sus vulnerabilidades. Además, la inestabilidad cambiaria previsible en una economía sujeta a periódicos choques externos implica un riesgo no despreciable de fondearse en dólares para prestar en pesos, o para prestar en dólares a clientes que por lo general no tienen cobertura cambiaria. Esto disminuye potenciales ventajas de menores tasas de interés en E.U. al introducir el riesgo cambiario a las transacciones transfronterizas. Seguramente habrá actividades en que las transacciones transfronterizas pueden resultar atractivas a las entidades estadounidenses. Pero no pensamos que estas impliquen una competencia abrumadora a las entidades establecidas en Colombia.

Modo 2 - Consumo en el extranjero (libertad de consumo en el territorio de la contraparte). La legislación actual exige que estas operaciones se registren ante las autoridades colombianas. Por razones tributarias, y quizás por motivos de control al lavado de activos, esta exigencia debe mantener-

se. Como en el caso de comercio transfronterizo, el estado colombiano debe dejar en claro que las operaciones en cuestión no estarían cobijadas por ningún tipo de seguro ni garantía pública colombiana ni de protección al usuario de parte de las autoridades nacionales.

Modo 3 - Presencia Comercial. La modalidad de *presencia comercial* o libertad de establecimiento en el territorio de la contraparte es la más común para prestar servicios financieros por parte de entidades con capital extranjero. Los estadounidenses buscarán que se eliminen aquellos impedimentos formales que pudieran existir para que sus entidades financieras se establezcan en el país. Desde comienzos de la década de los noventa Colombia eliminó las restricciones que existían para la IED en el sector bancario, por lo cual hoy no se discrimina entre accionistas locales y extranjeros en los bancos, las corporaciones financieras, los bancos hipotecarios y las compañías de financiamiento comercial. Los extranjeros deben cumplir con los mismos requisitos para establecer una entidad de intermediación financiera en Colombia, que debe observar cualquier nacional que busque hacer lo mismo. No obstante, cabe preguntar si las negociaciones del TLC pueden cambiar el equilibrio competitivo que existe respecto a esta modalidad de prestación de servicios.

Aunque la literatura internacional especializada sobre apertura financiera señala que cuando ésta se produce los márgenes de intermediación tienden a reducirse en el tiempo, en Colombia las conclusiones son ambiguas[51]. Los márgenes de intermediación cayeron desde comienzos de la década pasada, pero no es claro si esto se debió a los cambios en la IED en el sector financiero, o a otros factores. Hasta 1998 la caída del margen coincide con la mayor IED en el sector. Desde entonces, los márgenes siguieron bajando pero la participación externa en el sector disminuyó. Es difícil, por tanto, precisar *a priori* si la mayor apertura financiera por el TLC va a apretar aún más los márgenes, más allá de las reducciones que puedan esperarse por el continuo descenso en la inflación y por el desarrollo mismo del sector.

En las subsecciones que siguen, consideramos tres aspectos interrelacionados que nos ayudarán a juzgar el impacto del capítulo financiero del TLC sobre las actividades de los intermediarios que operan en el país: i) la competitividad; ii) los costos de operar en ambientes regulatorios, legales, y de

---

[51] Véase Claessens *et al.*, pg.7-8; FMI 2003 y Galindo *et al.* (2003), pg.1-2.

justicia distintos; y iii) la forma legal de establecimiento. A continuación discutimos brevemente estos aspectos.

Competitividad. Parece razonable pensar que la estructura de costos que tendrán que enfrentar los intermediarios estadounidenses que se establezcan en Colombia se va a parecer a la que enfrentan hoy los intermediarios extranjeros que operan en el país. Esta estructura no difiere significativamente de la de los intermediarios nacionales. Por ello, el potencial establecimiento de nuevas entidades de intermediación financiera no deberá crear problemas de tipo competitivo a los intermediarios locales, a pesar de que entidades similares en E.U. operen con costos, por unidad de activo, muy inferiores a los observados en Colombia. La conclusión acerca de la favorable posición competitiva de los intermediarios locales coincide, en líneas generales, con las opiniones expresadas por representantes gremiales del sector y por funcionarios de entidades financieras, según las cuales el sistema local está en condiciones de enfrentar la competencia externa siempre y cuando las nuevas instituciones se ciñan a las mismas reglas de juego a que se deben someter las locales.

Sobrecostos regulatorios, legales y de justicia. La participación extranjera en el sector de intermediación financiera ha venido decreciendo. Existen estudios que muestran cómo las diferencias institucionales y legales entre países aumentan los costos de entrada al sistema financiero y reducen la capacidad de los intermediarios para expandirse en el exterior. Esos trabajos concluyen que la actividad financiera extranjera se reduce en un país cuando el ambiente institucional (corrupción, aplicación de la ley, normas y regulaciones costosas, y eficacia del sistema judicial) difiere de la de los demás países. Las discusiones sostenidas con funcionarios, locales y extranjeros, del sector financiero, dan pie para pensar estos problemas han afectado la presencia del capital extranjero en Colombia. Es claro que el principal elemento que desestimula la inversión en el sector financiero es la inseguridad jurídica: frecuentes cambios de legislación sobre derechos de acreedores, sobre condiciones que deben cumplir los créditos, y sobre impuestos a la actividad financiera. E influye, también, la corrupción. Desde otra óptica, sin embargo, puede afirmarse que los problemas institucionales aludidos ofrecen algún grado de protección a los intermediarios ya establecidos en el país.

Forma legal de establecimiento. En las diferentes negociaciones que han tenido, los estadounidenses han pedido que, aparte de libertad para operar

en el país contraparte, a sus entidades financieras se les permita establecerse mediante la figura jurídica que más convenga a las entidades interesadas. El elemento fundamental de esta solicitud es la posibilidad de operar en el país receptor bajo la modalidad de sucursal (*branch*). La ventaja de esta figura para el banco extranjero es que, dentro de la concepción estadounidense, a las sucursales se les permite apalancarse con el capital de la casa matriz.

En el TLC entre Chile y Estados Unidos, se estableció que, así la entidad financiera extranjera usara la forma jurídica de sucursal, tendría que tener capital propio. Además quedó claro que las entidades de capital extranjero estarían sujetas a las mismas condiciones que las entidades locales. Acordar algo dentro de líneas similares en el TLC con Colombia es crucial para la banca local, y debe ser viable.

Es concebible que si se rechaza la eventual solicitud de sucursales sin capital, los negociadores estadounidenses planteen el tema de reciprocidad con el tratamiento otorgado a aquellas entidades financieras colombianas que operan en E.U. mediante la figura de agencias. Aunque éstas pueden operar allá apalancándose con el capital de sus matrices en Colombia, las restricciones operativas a que están sometidas son enormes. Aplicar las mismas restricciones seguramente resultaría contrario a las aspiraciones de las entidades estadounidenses.

En todo caso, la apertura del comercio de servicios financieros implicará la necesidad de intensificar intercambio de información entre las autoridades financieras colombianas y las estadounidenses. Ello estaría en línea con las recomendaciones hechas por el Comité de Basilea para facilitar el conflicto regulatorio que se da entre países anfitriones y países casa matriz.

3.2. *Prestación de servicios en Estados Unidos por entidades colombianas*

A continuación exploramos posibles líneas de negocios que los intermediarios colombianos pueden estar interesados en prestar en Estados Unidos.

La presencia colombiana en el sector financiero estadounidense es muy limitada. Aunque hubo entidades financieras colombianas que en el pasado fueron dueñas de bancos en E.U., esos bancos fueron vendidos y actualmente existen allí tan solo agencias de bancos colombianos. Durante nuestras entrevistas con representantes del sector financiero quedó claro que el proceso de apertura de una agencia es demorado y según algunos, engorro-

so. Además, no pareció existir, al menos por el momento, interés en entrar con al mercado estadounidense a través de entidades financieras "plenas", debido a las mayores exigencias impuestas a este tipo de entidades en comparación con las impuestas a las agencias.

Las exigencias de las autoridades estadounidenses (federales y estatales) para el establecimiento de sucursales, subsidiarias o agencias en E.U. son razonables en la opinión de banqueros nacionales. No obstante la demora en aprobar (o negar) solicitudes puede ser larga. Algunas de las entidades colombianas que han llevado a cabo el proceso hablan de demoras de años en recibir una decisión definitiva. No obstante, esos mismos banqueros consideran que a pesar de las demoras, no resultaría conveniente presionar a las autoridades estadounidenses para acelerar el proceso.

Sin demasiada precisión respecto a la modalidad misma como quisieran ofrecer SF en E.U., representantes de entidades financieras locales mostraron interés en establecer presencia en E.U. para actuar en los siguientes tipos de negocios: i) canalización de las transferencias de colombianos residentes en E.U. a sus familiares en Colombia; ii) préstamos hipotecarios a colombianos radicados en E.U. para adquirir vivienda, ya sea en el exterior o en Colombia; y iii) la explotación conjunta de nichos de mercado en ambos países mediante *joint ventures* entre entidades colombianas y estadounidenses.

CAPÍTULO TRES*

El sector asegurador

1. Introducción

La negociación de un Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos (E.U.) plantea para el sector asegurador colombiano el desafío de aprovechar las oportunidades y evitar los riesgos que implica un proceso de mayor integración económica. El propósito de este capítulo es brindar elementos para la construcción de una posición del sector asegurador colombiano en la negociación del capítulo sobre servicios financieros (SF) de un TLC con E.U.

En la siguiente sección se discute el desempeño reciente del mercado mundial de seguros, así como la coyuntura actual y las perspectivas del sector asegurador colombiano, y se hace un análisis comparativo con E.U., enfatizando aspectos de la regulación de la actividad. La sección 3 señala cuáles son los compromisos estándar asociados con el *sector servicios de seguros y relacionados con los seguros* en acuerdos comerciales y presenta la discusión económica del modo de *comercio transfronterizo* (CT). Con base en los intereses de negociación de E.U. específicos a los servicios de seguros, identificados en el Capítulo 1 de este trabajo, se analizan los posibles intereses defensivos y ofensivos que la industria aseguradora nacional podría considerar en las negociaciones en cuestión. Así mismo, esa sección discute algunos elementos que podrían incrementar la competitividad de la industria aseguradora del país en un contexto de mayor integración comercial. Por último, se presentan los principales lineamientos de negociación para este sector.

2. La industria aseguradora: situación actual y perspectivas

Para comprender las amenazas y riesgos que enfrentará la industria aseguradora nacional en un contexto de mayor integración comercial con E.U., es fundamental analizar la situación de competitividad relativa de la misma. En esta sección se evalúan los siguientes temas: la estructura y el desempeño reciente del mercado asegurador mundial, con énfasis en Colombia y

* Capítulo preparado por Mauricio Reina y Cristina Gamboa, Investigadores de Fedesarrollo.

E.U.; la situación actual y las perspectivas de la industria nacional; y un contraste entre la regulación vigente en Colombia y E.U.

2.1. Estructura y desempeño reciente del mercado de seguros

En términos generales, el negocio de los seguros se puede dividir en tres componentes: seguros de vida, seguros generales (también denominados como de no-vida), y reaseguros y retrocesión[52]. Skipper (2001) destaca que la actividad de reaseguros y retrocesión es el segmento más internacionalizado de la industria aseguradora. De hecho, las transacciones entre aseguradores y reaseguradores por lo general no son objeto de intervención estatal. Así mismo, este autor señala que los seguros de vida y generales presentan diferencias importantes en el carácter de los riesgos que cubren. Por lo tanto, muchos países prohíben que una misma empresa provea los dos tipos de seguros, aunque la producción conjunta mediante *holdings* y afiliadas es permitida. Este es el caso del sector asegurador colombiano, donde se exige una separación de personería jurídica entre las compañías que ofrecen seguros de vida y seguros generales[53].

La actividad aseguradora podría clasificarse también diferenciando entre seguros directos y reaseguros, seguros individuales y corporativos, y seguros de tipo social y de carácter privado[54]. Los gobiernos son responsables de la provisión de ciertos seguros y garantizar un nivel mínimo de cubrimiento de los mismos, en particular aquellos que hacen parte de un sistema de seguridad social y salud. Por lo tanto, el sector público debe tenerse en cuenta como un participante activo en la actividad aseguradora.

---

[52] El reaseguro protege a las aseguradoras de picos de exposición a riesgos y la volatilidad de los resultados de suscripción de pólizas. La retrocesión se refiere a una operación de reaseguro por la que una entidad reaseguradora cede parte de la cuantía que ha asegurado a otra entidad de seguros.

[53] Las pólizas de los seguros de vida pueden cubrir pensiones, salud y ahorro programado vinculado a estos seguros, ofreciendo beneficios por cuatro hechos diferentes: i) muerte; ii) sobrevivencia durante un período de tiempo particular durante el cual se reciben anualidades, pensiones o dotaciones iniciales (*endowments*); iii) invalidez; y iv) enfermedad o accidente. Los seguros de no-vida ofrecen protección financiera de un evento asegurable específico y cubren los siguientes eventos: i) daños a la propiedad (daños o destrucción de vivienda, vehículos, empresas, entre otros); ii) pérdidas (negligencia profesional, productos defectuosos, entre otros); y iii) pagos de compensación laboral.

[54] Skipper (2001), pgs.3-6.

No obstante, las estadísticas disponibles sobre el mercado asegurador mundial no cuantifican la participación del sector público en la emisión de primas de seguros, que se utiliza para estimar el tamaño del mismo. Con esta deficiencia, la *Swiss Reinsurance Company* valoró el tamaño del sector asegurador mundial en US$2.627 miles de millones en 2002, cifra 5,5% superior en términos reales que la registrada en 2001[55]. Las primas de seguros de vida aumentaron en 3,0% en 2002, en tanto que los seguros de no-vida registraron un crecimiento de 9,2% en relación con 2001. Este último desempeño se explica en gran medida por el aumento en el precio de las coberturas de terrorismo, puesto que la mayoría de estos seguros recaen sobre la propiedad. Este patrón también se observa en otros países. En E.U. las primas de seguros de vida aumentaron 6,7% anual y las primas de seguros generales en 11,1% anual en 2002, mientras que en Colombia el incremento fue superior, pues el sector de seguros de vida aumentó 16,7% anual y 18,7% anual en seguros generales en ese mismo año[56].

Cuadro 9. El mercado mundial de seguros en 2002

País o región*	Participación % total	Participación % vida	Participación % generales
Estados Unidos (1)	38,08	31,3	47,7
Europa	32,43	32,9	31,7
Asia	23,76	30,9	13,7
Canadá (8)	1,87	1,3	2,6
América Latina	1,52	1,0	2,3
México (21)	0,49	0,39	0,72
Brasil (22)	0,48	0,31	0,62
Chile (38)	0,10	0,11	0,18
Argentina (41)	0,09	0,05	0,15
Colombia (42)	0,08	0,04	0,14
Oceanía	1,43	1,4	1,5
África	0,92	1,2	0,6
Total mundial	100,0	100,0	100,0

* En paréntesis se especifica la posición que ocupa el país en el ranking mundial.
Fuente: cálculos de Fedesarrollo con datos Revista Sigma (2003).

[55] Revista Sigma (2003), pg.3. Estos datos no incluyen información sobre la línea de seguridad social, razón por la cual los datos pueden diferir para Colombia de los que se presentan más adelante fuente Superbancaria.

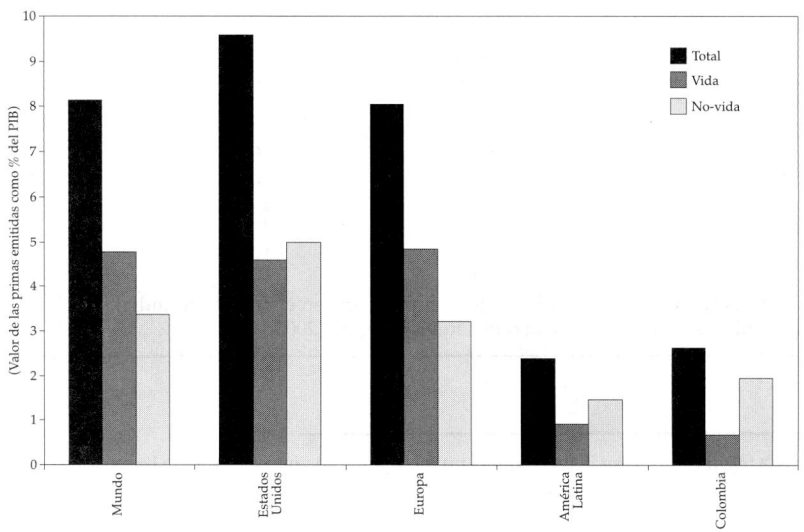
[56] Superintendencia Bancaria (2003).

El Cuadro 9 muestra la distribución regional de este total de primas en 2002. E.U. es el mercado más grande del mundo con 38% del total de primas emitidas de seguros de vida y generales. Europa y Asia participan en este total con 32% y 23%, respectivamente. En estas regiones sobresalen los mercados de Japón (16%) y Gran Bretaña (9%).

Por su parte, América Latina representa 1,5% del mercado mundial de seguros y si bien Colombia participa con apenas un 0,08% del mismo, se considera que su tamaño es normal en relación con el promedio latinoamericano y considerando su nivel de desarrollo. Skipper (2001) explica que la demanda por seguros guarda estrecha relación con el nivel de ingreso per cápita, pues en países con ingresos bajos hay menores niveles de ingreso disponible para destinar a la compra de seguros y además hay menores activos que asegurar. Adicionalmente, la literatura señala que en América Latina hay una baja cultura del seguro, un fenómeno al cual Colombia no es ajeno.

Los dos indicadores más utilizados para ilustrar este punto y comparar entre mercados de distintos países son el *índice de penetración* y el *índice de densidad* del sector asegurador. El primero se calcula como la razón entre el volumen total de primas y el producto interno bruto (PIB). El Gráfico 10 mues-

Gráfico 10. Índice de penetración del mercado de seguros como % del PIB en 2002



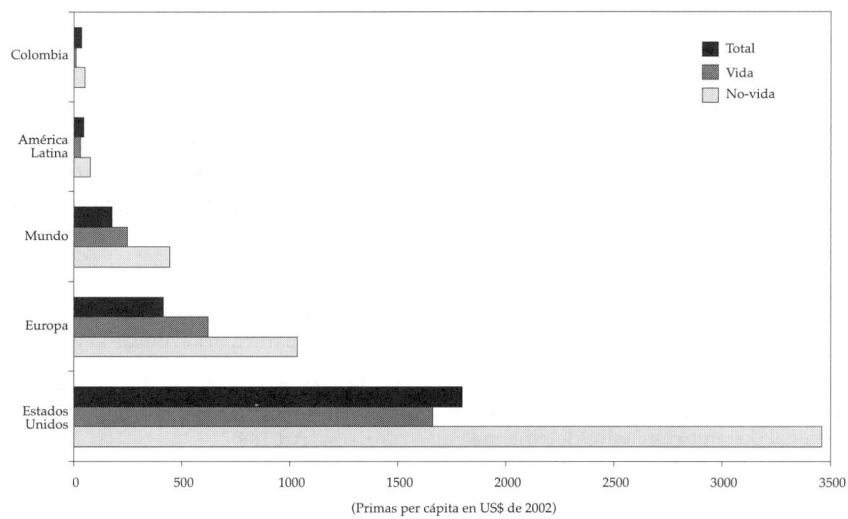
Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Revista Sigma (2003).

tra que el mercado total de seguros representa 8,1% del PIB en promedio en el mundo, con una mayor importancia de los seguros de vida (4,8%) frente a los generales (3,4%). En Estados Unidos este índice es de 9,6%, frente a sólo 2,4% en América Latina y 2,6% en Colombia. Sin embargo, a diferencia de Europa y de la tendencia mundial, en E.U. y América Latina el sector de seguros generales tiene un peso más importante en la economía que aquel de seguros de vida. En Colombia esta diferencia es aún más marcada y equivale a más de un punto porcentual adicional, mostrando la disparidad en el desarrollo de cada uno de estos mercados.

Por su parte, el *índice de densidad* señala cuánto gasta en seguros cada persona en promedio (primas per cápita). El Gráfico 11 muestra que para el promedio mundial este indicador se ubica en US$443 dólares por habitante, de los cuales US$247 corresponden a seguros de vida y US$176 a seguros generales. En E.U. el gasto en seguros por habitante es por mucho el más elevado (US$3.466 per cápita), más de tres veces aquel de los países europeos.

En América Latina el *índice de densidad* es de apenas US$76 en total, con una preponderancia de los seguros generales (US$46) frente a los de vida (US$29). En Colombia el gasto por habitante es de US$48,30, con una mayor importancia en este gasto en los seguros generales (US$35,80) que en los de vida (US$12,50).

Gráfico 11. Índice de densidad del mercado de seguros en 2002



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en Revista Sigma (2003).

En suma, existe una notable diferencia entre el tamaño y grado de desarrollo del sector asegurador estadounidense y el colombiano. Sin embargo, los anteriores indicadores comparativos no revelan dinámicas recientes de gran importancia para Colombia. De hecho, los segmentos de seguros asociados con los sistemas de seguridad social de carácter privado en Colombia y en otros países latinoamericanos, como Chile y Perú, muestran un enorme potencial de crecimiento sostenido en los próximos años, producto de la mayor demanda por *rentas vitalicias*. Este tema se desarrolla en la siguiente sección, sobre la situación actual y perspectivas de la industria aseguradora colombiana.

2.2. *Situación actual y perspectivas del sector asegurador colombiano*

En la década de los noventa tuvieron lugar varias reformas estructurales que cambiaron las condiciones del negocio asegurador colombiano, en particular la liberalización del sector y la consolidación de la total apertura del mismo a la inversión extranjera directa (Leyes 45/90 y 9/91)[57]. En ese momento se definió también que las actividades transfronterizas de seguros serían permitidas solamente en la esfera de actividades de comercio exterior, consumo en el exterior de turistas nacionales y reaseguros y retrocesión[58]. Así mismo, a principios de los años noventa se modernizó el marco legal regulatorio de la actividad aseguradora a estas nuevas condiciones (Ley 35/93) y se amplió el portafolio de negocios para las compañías con la reforma a la seguridad social y salud (Ley 100/93)[59].

La distribución de las primas totales según el origen del patrimonio de las compañías cambió como resultado de las anteriores modificaciones y de la entrada de nuevas empresas aseguradoras extranjeras al país bajo la modalidad de establecimiento[60]. El Gráfico 12 muestra que antes de las re-

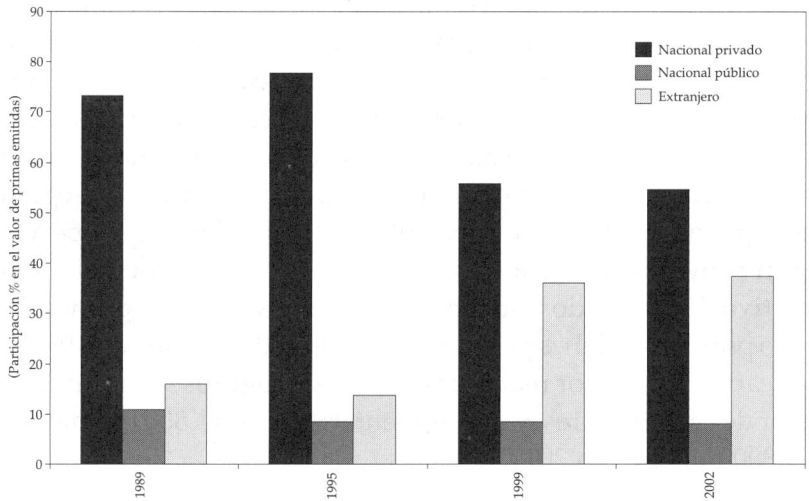
---

[57] Antes de la Ley 9/91, las compañías extranjeras podían contar hasta con el 49% del capital de una compañía de seguros nacional. Con la Ley 9/91 (Art.15) esa participación puede llegar hasta 100%.

[58] No obstante, Colombia mantuvo la exigencia sobre la contratación de seguros de transporte en el país y la prohibición de contratar seguros en el exterior para bienes y personas en el territorio nacional (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, EOSF, Art.188).

[59] Véase Fasecolda (2003c). Los nuevos negocios del sector asegurador relacionados con la seguridad social son los seguros de pensiones (previsionales, que cubren invalidez y sobrevivientes, y rentas vitalicias), los seguros para cubrir riesgos profesionales y seguros de vida para el ramo de EPS que proveen Planes Obligatorios de Salud (POS).

Gráfico 12. Distribución de las primas totales según el origen del patrimonio de las compañías aseguradoras



Fuente: Fasecolda.

formas estructurales 15,9% del valor total de las primas de seguros eran emitidas por firmas cuyo capital era de origen extranjero. Este porcentaje aumentó en los años subsiguientes y en 2002 alcanzó 37,3%.

En la actualidad en el mercado colombiano existen compañías aseguradoras procedentes de E.U., Inglaterra, Alemania, Francia, Suecia, Italia y España, entre otros[61]. Es evidente el interés de multinacionales de diverso origen por participar en esta industria, que representa casi 5% del mercado de seguros de América Latina[62]. Se espera que el proceso de adquisiciones y fusiones observado recientemente continúe en los próximos años, como respuesta a la recuperación económica y a las posibilidades de crecimiento del mercado asegurador a raíz de la Ley 100/93 de reformas a la seguridad social y salud.

---

60 La legislación colombiana no permite las sucursales de seguros, entendidas como branches que solo operan con el apoyo del capital de la casa matriz. Las reaseguradoras pueden tener oficinas de representación en Colombia y suministrar servicios de manera transfronteriza, previo registro de la compañía en la Superintendencia Bancaria. Estas disposiciones están notificadas en el GATS. Véase el Capítulo I de este trabajo.

61 Fasecolda (2003b), pg.11.

62 Fuente Revista Sigma (2003).

El sector asegurador colombiano está compuesto por 29 compañías establecidas en el país. La obligación de separación de personería jurídica implica que 23 de estas explotan el ramo de *seguros de vida*, 24 el ramo de *seguros generales* y 5 trabajan como *sociedades de capitalización*. Cabe anotar que en Colombia no existen compañías de reaseguros establecidas. Sin embargo, en el país existen oficinas de representación de cuatro compañías reaseguradoras extranjeras, ya que dicha modalidad de presencia comercial está permitida por el EOSF y las disposiciones de la Superbancaria. Las reaseguradoras deben registrarse ante esta última entidad de regulación y supervisión.

Según proyecciones recientes de Fasecolda, con base en el modelo de prospectiva desarrollado por Fedesarrollo, el valor de las primas de seguros como porcentaje del PIB pasaría de 2,2% en 2001 a 4,5% en 2010[63]. Este salto implicaría que el valor real de las primas de seguros se multiplicaría por un factor de cercano a tres, y que aumentaría de US$1.800 millones en 2001 a US$4.800 millones en 2010.

Este dinamismo tendría estrecha relación con el aumento esperado de la demanda por seguros asociados con la seguridad social. En la medida en que los colombianos lleguen al momento de pensionarse y opten por el esquema ofrecido por las compañías de seguros de vida (una *renta vitalicia*), la participación de este negocio en el total de la actividad aseguradora en Colombia tendería a aumentar y, según Fasecolda, podría pasar de 2,4% en 2001 a 29,7% en 2010 (ver Cuadro 10)[64]. Este crecimiento esperado del segmento de *rentas vitalicias* en Colombia constituye un negocio muy atractivo para compañías aseguradoras extranjeras, como las de origen estadounidense.

Como complemento al cuadro anterior, cabe mencionar que el análisis del desempeño financiero del mercado asegurador colombiano, realizado por Arbeláez, Guerra y Latorre (2004), con base en indicadores sugeridos

---

63 Véase Salazar y Zuluaga (1998). Este escenario de proyección supone que el crecimiento de la economía es de 3,6% en promedio en esta década, y que las ocurrencias de actos terroristas y terremotos siguen su promedio histórico.

64 La otra opción que tienen los afiliados de los fondos privados de pensiones al jubilarse es entrar a un programa de retiros programados con una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP). Cuando el ahorro en la AFP del pensionado sólo alcance para una pensión equivalente a un (1) salario mínimo legal vigente (SMLV), éste deberá contratar una renta vitalicia con una compañía de seguros de vida. Si el monto ahorrado de un afiliado que se va a pensionar no alcanza para una pensión de un (1) SMLV, el Estado sería el asegurador mediante el esquema de Garantía de Pensión Mínima (GPM, Ley 797/03).

Cuadro 10. Composición del valor de las primas de seguros emitidas y penetración de los seguros en Colombia: proyección a 2010

	2001		2005py		2010py	
Valor de las primas de seguros en en millones de US$	**Valor**	**Participación (%)**	**Valor**	**Participación (%)**	**Valor**	**Participación (%)**
Ramos tradicionales de seguros	1.606	83,5	1.931	75,3	2.866	59,7
Generales (no vida)	1.121	58,3	1.456	56,8	2.111	44,0
Vida y personas	485	25,2	475	18,5	755	15,7
Ramos de Seguridad Social y salud	318	16,5	634	24,7	1.932	40,3
Rentas vitalicias	47	2,4	276	10,8	1.423	29,7
Seguros previsionales[1]	132	6,9	155	6,0	210	4,4
ARPs (seguros de trabajadores)[2]	139	7,2	140	5,5	166	3,5
EPS (salud)	n.d.	n.d.	63	2,5	82	1,7
Planes alternativos de pensión	n.d.	n.d.	0	0,0	50	1,0
Total (1+2)	1.924	100	2.565	100	4.798	100
Índice de penetración (% del PIB)	2,2%		2,9%		4,5%	

Nota: se supone un crecimiento promedio de 3,6% de la economía hasta el año 2010; [1] los seguros previsionales son contratados anualmente por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), pagadas mensualmente, para cubrir los riesgos de invalidez y muerte de los afiliados cotizantes; [2] Administradoras de Riesgos Profesionales (ARP) contratan pólizas para cubrir riesgos de los trabajadores asociados con sus funciones laborales.
Fuente: Fasecolda con base en el modelo de Fedesarrollo (Salazar y Zuluaga 1998).

en Das *et al.* (2003), revela que si bien se ha presentado una evolución positiva de esta industria en los últimos años, en particular luego de la crisis económica de 1999, los resultados aún o son del todo positivos. Las líneas de seguros generales se han recuperado a una mayor velocidad que las de vida. No obstante, se destaca que el año pasado las primas emitidas de vida crecieron a una tasa de 11% respecto a 2002, mientras que las de seguros generales lo hicieron en 6,2%. Además, las utilidades netas de la industria aseguradora en su conjunto llegaron a $ 471.387 millones en 2003, con un crecimiento nominal de 7,9% respecto a 2002.

Por último, cabe destacar que las reservas técnicas de las compañías de seguros de vida y generales, una de las fuentes más importantes de ahorro del país, alcanzaron la cifra de $5,4 billones de pesos en diciembre de 2003, con un incremento de 14,2% respecto al mismo mes del año anterior[65].

[65] Como se explica más adelante, según los Decretos 094/2000 y 2779/2001, el 100% de las reservas técnicas deberán ser invertidos en instrumentos definidos por el gobierno. Se contempla en estos decretos un plan de ajuste hasta 2007 para cumplir con este requisito.

Considerando el grado de penetración de los seguros en Colombia, las perspectivas de crecimiento económico y el dinamismo esperado en el segmento de rentas vitalicias, hay evidentemente un espacio para un mayor ritmo de crecimiento de la industria en los próximos años, lo cual según Fasecolda incrementaría el monto de estas reservas hasta $13 billones (a precios constantes de 2003) en el año 2010[66].

En suma, el sector asegurador colombiano está prácticamente cerrado al suministro de estos servicios de forma transfronteriza, con excepción de actividades de comercio exterior, consumo en el exterior de turistas nacionales y reaseguros y retrocesión[67]. La industria aseguradora nacional está totalmente abierta al modo 3 de suministro de presencia comercial que se relaciona con la IED. Además, este sector tiene perspectivas de crecimiento muy alentadoras, en buena parte por el negocio de *rentas vitalicias*. Este desempeño esperado, junto con el crecimiento de otras líneas del sector asegurador, podría implicar que el ahorro producto de las reservas técnicas pasaría de $5,4 billones en diciembre de 2003 a cerca de $13 billones a pre-cios constantes de hoy en el año 2010.

A continuación describimos cuáles son las entidades reguladoras del sector en Colombia y Estados Unidos. Se exponen también las principales diferencias en cuanto al régimen de inversión de las reservas técnicas y los requerimientos de capital de empresas de seguros en cada país.

2.3. La regulación en Colombia y Estados Unidos, y el régimen de inversión de las reservas técnicas

a. Las entidades reguladoras

Como ya se mencionó, en Colombia no es posible que una misma compañía, entendida como una misma persona jurídica, preste servicios de seguros de vida y generales. Sin embargo, estas empresas pueden ser controladas por un mismo grupo económico o holding[68]. La regulación de las enti-

---

66 Las reservas técnicas son un pasivo en el Estado de Pérdidas y Ganancias de estas compañías, y se relacionan con reservas para cumplir con las obligaciones de cubrir riesgos en curso, siniestros pendientes y desviaciones de siniestralidad. Véase Art.186 del EOSF.

67 Como ya se mencionó en el Capítulo I de este trabajo, es frecuente que se haga referencia a los seguros relacionados con comercio exterior como MATI, por la sigla en inglés de los seguros marítimos, aéreos y de transporte internacional.

dades de seguros en Colombia está a cargo de la Superintendencia Bancaria (Superbancaria), que establece normas de regulación prudencial únicas para todo el país y controla su desempeño. A su vez, la Superbancaria es una entidad adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El sector asegurador en Estados Unidos, si bien entra bajo el ámbito del Departamento del Tesoro de ese país, está reglamentado fundamentalmente a nivel estatal. Por lo tanto, si bien en principio el mercado de E.U. está abierto a la IED, cualquier empresa extranjera que quiera prestar servicios de seguros en ese país debe acogerse a las normas y requisitos dispuestas por cada Estado. Además, E.U. no asume compromisos respecto a cualquier medida estatal disconforme con los compromisos derivados de los TLC suscritos por este país, como se explicó en el Capítulo I de este trabajo.

La Asociación Nacional de Comisionados de Seguros de Estados Unidos (NAIC, por su sigla en inglés), agrupa a los reguladores de seguros de los 50 Estados, el Distrito de Columbia y Puerto Rico, pero no tiene potestad para expedir leyes y regulaciones, tanto a nivel federal como estatal. Su única misión es agrupar a los comisionados estatales y servir de foro de discusión de políticas que pueden llegar a ser comunes dentro de la regulación a este nivel de gobierno. Actualmente, la NAIC no ha logrado mayores avances respecto a la armonización de las regulaciones estatales en el sector de seguros, si bien E.U. anuncia este compromiso en varios de los TLCS negociados recientemente por este país[69].

b. Régimen de inversión de las reservas técnicas[70]

El régimen de inversión de las reservas técnicas constituye uno de los temas más importantes del sector asegurador. Cabe recordar que las reservas técnicas son un pasivo en el Estado de Pérdidas y Ganancias de las compañías

---

68 Véase Artículo 38 del EOSF, inciso 2, numeral 3.

69 En el Anexo 12.9 del TLCS entre Chile y E.U. se menciona lo siguiente: "Reconociendo los principios del federalismo de conformidad con la Constitución de Estados Unidos, la historia de la regulación estatal de los seguros en Estados Unidos y la McCarran-Ferguson Act, Estados Unidos trabajará con la National Association of Insurance Commissioners (NAIC) en la revisión de aquellos estados que no permiten el ingreso inicial de una compañía extranjera como una sucursal para suministrar seguros de vida, accidente, salud (excluidas las indemnizaciones a trabajadores), seguros distintos de los de vida, o reaseguro y retrocesión, para determinar si dichos derechos a la entrada podrían ser otorgados en el futuro. Esos estados son Arkansas, Arizona, Connecticut, Georgia, Hawaii (se permiten sucursales de reaseguro), Kansas, Maryland, Minnesota, Nebraska, Nueva Jersey, Carolina del Norte, Pennsylvania, Tennessee, Vermont y Wyoming".

de seguros, y se relacionan con reservas para cumplir con las obligaciones de cubrir riesgos en curso, siniestros pendientes y desviaciones de siniestralidad.

Los reguladores cumplen el objetivo de proteger los dineros de los asegurados a través de normas prudenciales, pero a la vez garantizar que las compañías tengan niveles de rentabilidad de las reservas técnicas adecuados, los cuales se derivan en buena parte del retorno de sus inversiones. En términos generales, la regulación de las inversiones técnicas en Colombia es más restrictiva que en Estados Unidos. La Superbancaria adoptó cambios importantes a partir de 2000 (Decretos 094/2000 y 2779/2001), mediante los cuales determinó que el 100% de las reservas técnicas deben ser invertidas en instrumentos definidos por el gobierno, contemplando un plan de ajuste hasta 2007 para cumplir con este requisito. Esta nueva regulación redujo las opciones de inversión de las compañías, más aun si se tiene en cuenta el reducido tamaño del mercado de capitales colombiano. Trabajos recientes que analizan la nueva regulación colombiana muestran que, si bien controla los riesgos de mercado a los que se exponen las empresas aseguradoras, también reduce la rentabilidad de las mismas[71].

Entre tanto, la legislación en esta materia en Estados Unidos contempla una amplia gama de posibilidades de inversión por parte de las empresas aseguradoras. El capital puede invertirse en activos financieros, no financieros, domésticos y externos. Sin embargo, se establece una gran cantidad de condiciones restrictivas, en especial para los activos no financieros. Las inversiones en finca raíz están permitidas bajo ciertos límites, al igual que las inversiones en el extranjero, las cuales no deben sobrepasar el 20% del total y no más del 10% podrá invertirse en un mismo país.

En el caso colombiano las empresas aseguradoras no cuentan con el margen de maniobra para el manejo del portafolio propio de las entidades estadounidenses. Por el contrario, sólo se permiten inversiones señaladas por la ley, entre las que se encuentra principalmente la renta fija[72]. Existen restricciones de participación para las inversiones en acciones, fondos comunes y demás instrumentos que presenten cierta volatilidad. Así mismo, no se permiten inversiones en bienes raíces y las inversiones en fondos en el exterior no son totalmente libres.

---

[70] Esta sección se basa los apartes IV.3 y IV.4 del trabajo de Arbeláez, Guerra y Latorre (2004).

[71] Véase Arbeláez, Velasco y Zuluaga (2001).

Como consecuencia de estas restricciones, en el portafolio de inversiones de las empresas colombianas que prestan servicios de seguros generales y de las que prestan servicios de seguros de vida, la mayor participación corresponde a la renta fija del sector público. El rendimiento de esta última inversión no siempre es el mejor en relación con las otras opciones ofrecidas en el mercado.

c. Requerimientos de capital

Respecto a los requerimientos mínimos de capital, patrimonio y excedentes, la regulación de E.U. establece un valor para el capital y el excedente mediante una fórmula que considera el tamaño del mercado y su perfil de riesgo. En particular, el cálculo se basa en riesgo de activos, riesgo de mercado y otro tipo de riesgos propios de cada tipo de seguro. El valor resultante del requerimiento mínimo es diferente en cada Estado, debido a que también toma en cuenta las leyes regulatorias de cada uno de ellos. A modo de ejemplo, las compañías en el Estado de Nueva York que ofrezcan seguros de vida deben tener un capital mínimo de US$2 millones y un excedente inicial mínimo de US$4 millones. En Florida este mismo tipo de empresas debe contar con un capital mayor a US$2,5 millones o al 4% del total sus pasivos, mientras que en Texas el monto es de US$700.000, tanto para el capital como para el excedente mínimo, y en California asciende a US$2,5 millones para los dos rubros.

La mayoría de las empresas estadounidenses que prestan servicios de salud y / o seguridad social, a la vez proporcionan servicios de seguros de vida, por lo cual los requerimientos en algunos Estados son similares a los de las compañías relacionadas con los seguros de vida y en otros varían de acuerdo con la participación de estos servicios en el total. Para los seguros generales los requerimientos de capital y de excedente inicial mínimo son mayores a los estipulados para los seguros de vida en casi todos los Estados, debido a los riesgos y montos de siniestros propios de cada uno de los mercados.

---

[72] Según los decretos reglamentarios, el cien por ciento (100%) de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras deben estar respaldadas por títulos emitidos o garantizados por la Nación, títulos emitidos o garantizados por el Banco de la República, título emitidos, por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fofagin), títulos de renta fija o variable de alta seguridad, liquidez y rentabilidad, por derechos en fondos que inviertan en títulos de renta fija o variable de alta seguridad, liquidez y rentabilidad y por los saldos disponibles en caja y en depósitos a la vista constituidos en entidades financieras.

En Colombia, las entidades aseguradoras que no realizan operaciones propias del negocio de reaseguros deben tener un capital mínimo de constitución de $5.857 millones de pesos en 2004, valor que se reajusta cada año según la inflación. De la misma manera, existe un nivel de patrimonio técnico que debe acreditarse para operar en los diferentes ramos del mercado. Finalmente, las compañías de seguros deben mantener y acreditar ante la Superbancaria como margen de solvencia un patrimonio técnico saneado, determinado en función del importe anual de las primas o de la carga media de siniestralidad de los tres últimos ejercicios sociales.

En suma, las diferencias entre regímenes de inversión de las reservas técnicas, en particular el sesgo hacia títulos del gobierno en el caso colombiano, podrían ser un factor que reduzca la competitividad relativa de la industria aseguradora nacional en un entorno de mayor competencia como el que se derivaría del TLC.

La siguiente sección considera la discusión adelantada en el Capítulo I de este trabajo acerca del tratamiento que ha recibido el sector de *servicios de seguros y relacionados con los seguros* en los acuerdos de libre comercio bajo los distintos modos de suministro de servicios.

3. El sector de servicios de seguros y relacionados con los seguros en las negociaciones comerciales

Esta sección analiza la marcada preferencia por parte de los países miembros de la OMC de exigir el establecimiento de compañías aseguradoras extranjeras como modo de suministro de servicios de seguros y relacionados con los mismos. Igualmente, se discuten argumentos que explican por qué un país no encontraría deseable y adecuado aumentar el grado de apertura del sector al suministro transfronterizo.

3.1. Compromisos en el acuerdo GATS: preferencia por la presencia comercial

Skipper (2001) señala que tanto los países de la OCDE como los países en desarrollo han favorecido en el GATS el modo 3 de *presencia comercial* o establecimiento para la provisión de servicios de seguros de vida y generales. El establecimiento podría contemplar cuatro alternativas de personería jurídica: agencias, sucursales (entendidas como *branches* que operan con el apoyo del capital de la casa matriz), subsidiarias y oficinas de representa-

ción. Skipper (2001) destaca que casi todos los países tienden a reglamentar las sucursales y, por lo tanto, a exigirles requisitos mínimos de capital y el ingreso del mismo al territorio donde se establece la compañía extranjera.

La excepción a la preferencia de asumir compromisos bajo el modo 3 en el GATS en el sector se relaciona compromisos en los modos 1 y 2 en seguros de actividades de comercio exterior, el consumo en el exterior de servicios de seguros por parte de turistas y servicios de reaseguros y retrocesión.

3.2. Argumentos en contra de mayores compromisos en comercio transfronterizo

OCDE (1999), Skipper *et al.* (2000) y Skipper (2001) identifican varios problemas en relación con un eventual aumento del nivel de compromisos en el *sector de servicios de seguros y relacionados con los seguros* a través de actividades transfronterizas (modos 1 y 2 de suministro). En primer término, un seguro de vida o general (como los seguros de vehículos) provisto de forma transfronteriza conlleva la no obligación del prestador extranjero del servicio de cumplir con las regulaciones domésticas, que son la principal garantía que tienen los consumidores de seguros frente a las entidades aseguradoras[73].

En segunda instancia, hay preocupaciones cambiarias y de preservación del ahorro interno en relación con una mayor libertad de CT, pues algunos productos implican la constitución de reservas considerables y, por lo tanto, el manejo de un volumen importante de ahorro interno de origen contractual (tales como seguros de vida y rentas vitalicias)[74]. Una apertura de actividades aseguradoras al modo de CT podría afectar este ahorro, lo que erosionaría la capacidad de inversión de las economías domésticas. Como ya se mencionó, las reservas técnicas en el caso de la industria aseguradora colombiana alcanzaron la suma de $5,4 billones en diciembre de 2003, equivalente a 1,3% del PIB, y que se espera alcancen cerca de $13 billones (a precios constantes de 2003) en 2010.

Por último, una mayor apertura del mercado asegurador al CT podría tener un impacto adverso sobre el empleo y los recursos fiscales de un país[75]. En efecto, la prestación de servicios de seguros de una forma netamente

---

[73] Las regulaciones domésticas abarcan medidas tales como márgenes de solvencia, inversiones y requisitos de capital mínimo.

[74] Skipper *et al.* (2000), pg.11-12.

transfronteriza implicaría que no existirían cargas tributarias para las compañías de seguros extranjeras que prestaran sus servicios bajo esa modalidad.

En suma, el hecho que el establecimiento comercial sea el modo de prestación preferido por los países en el caso de los servicios de seguros y relacionados cuenta con importante apoyo en argumentos de tipo económico y social. La excepción se relaciona con el caso de las sucursales según la definición de *branches*.

4. El sector asegurador colombiano ante las solicitudes de E.U. en las negociaciones de un TLC

A continuación se analizan los posibles intereses defensivos y ofensivos que la industria aseguradora nacional podría considerar para las negociaciones con E.U. en el marco de un TLC. Igualmente, se analizan algunos aspectos que podrían incrementar la competitividad de la industria aseguradora del país en el contexto de una mayor integración comercial.

4.1. Los intereses de E.U. en servicios de seguros en los TLCs y la posición defensiva de la industria aseguradora colombiana

La revisión presentada en el Capítulo I de este trabajo, sobre. los TLCs sus-critos recientemente por E.U. con Singapur, Chile y los países Centroamericanos, permite inferir cuáles podrían ser las solicitudes por parte de E.U. en el caso de la industria aseguradora en cuanto a comercio transfronterizo (CT), presencia comercial (PC) y otros compromisos relacionados con el sector. A continuación se discute la posición que podría adoptar el sector asegurador colombiano respecto a las solicitudes de E.U. para cada uno de estos modos de suministro de servicios de seguros y servicios relacionados con los seguros.

a. Comercio transfronterizo en servicios de seguros y relacionados

Estados Unidos ofrecería con alta probabilidad asumir compromisos de CT en servicios de *seguros y relacionados con los seguros* más allá que los listados

---

[75] Fasecolda (2003a) estima que el sector asegurador operando en Colombia generó en 2002 la suma de $226.955 millones de pesos por concepto de impuestos, contribuciones, afiliaciones y transferencias.

en GATS, que contemplan las actividades de comercio exterior, consumo en el exterior de turistas, reaseguros y retrocesión, y servicios auxiliares de los seguros. A su vez, E.U. solicitaría a Colombia asumir compromisos de apertura más allá de estos sectores. Los negociadores colombianos podrían considerar rechazar esta solicitud con base en los argumentos expuestos en la subsección 3.2 (protección al consumidor, defensa del ahorro nacional y preservación de los ingresos fiscales de la Nación). Adicionalmente, los negociadores nacionales podrían mencionar como argumentos defensivos frente a esta solicitud de E.U. que una mayor apertura al modo transfronterizo en seguros podrían afectar el empleo que genera el sector asegurador en el país.

E.U. seguramente solicitará a Colombia que se incluya en el capítulo de SF una disposición que establezca que las Partes del TLC permitirán a las personas localizadas en su territorio, y a sus nacionales dondequiera que se encuentren, comprar SF de proveedores transfronterizos de los mismos de la otra Parte localizados en el territorio de la otra Parte. Esta disposición se encuentra en el TLC entre Chile y E.U., así como en el acuerdo CAFTA, que además especifica que este permiso no incluye la obligación de permitir que tales proveedores hagan negocios (*doing business*) o se anuncien (*solicitation*) en su territorio según la definición que adopte cada Parte de estos dos términos[76].

La industria aseguradora nacional debería considerar solicitar al equipo negociador no aceptar la mencionada disposición y pedir la inclusión del contenido del Art.188 del EOSF, que prohíbe contratar seguros en el exterior para bienes y personas en el territorio nacional como una medida disconforme del TLC (ver la propuesta de medidas disconformes en la Sección E)[77]. La argumentación de la necesidad de esta reserva tiene relación con razones de protección al consumidor y del ahorro interno.

En la actualidad algunas compañías extranjeras ofrecen en Colombia de forma transfronteriza seguros de vida de manera ilegal. El costo de estas pólizas se estructura con base en tablas de mortalidad de otros países, en las que influye una expectativa de vida que tiende a ser mayor que la colombiana, en la medida en que el país de origen de la póliza sea más desarrolla-

---

[76] Véase el Artículo 12.5.2 del TLC entre Chile y E.U., y el mismo Artículo del acuerdo CAFTA.

[77] Las medidas disconformes son leyes, regulaciones u otras medidas en virtud de las cuales no se aplicaría alguna o varias de las obligaciones acordadas en el capítulo de SF del TLC con E.U.

do y cuente con menores niveles de violencia. Las aseguradoras colombianas deben usar las tablas de mortalidad nacionales, lo cual las pone en condiciones de competencia desigual frente a los proveedores de seguros de vida transfronterizos, cuyo producto por lo general es menos costoso por estructurarse con tablas de mortalidad distintas. Además de afectar a la industria aseguradora nacional, esta práctica va en contra de la protección de los derechos de los consumidores y el ahorro interno nacional.

En suma, hay argumentos suficientes para que los negociadores colombianos no acepten formalmente ningún compromiso adicional en CT, más allá de los asumidos por Colombia en el GATS, para los servicios de seguros y relacionados con los seguros en el marco de un TLC con E.U.

b. Establecimiento comercial en servicios de seguros y relacionados con los seguros

Estados Unidos probablemente buscaría obtener un tratamiento muy liberal en cuanto a la forma en que sus empresas aseguradoras puedan operar bajo el modo 3 de presencia comercial en Colombia. En el Capítulo 1 de este trabajo se identificó que uno de los intereses recurrentes de E.U. es pedir a sus contrapartes en los acuerdos comerciales que aprueben las sucursales de seguros, entendidas como *branches* que operan con el apoyo del capital de la casa matriz para efectos regulatorios y otros. Sin embargo, estas contrapartes en TLCs recientes se han reservado en la gran mayoría de los casos el derecho de establecer la forma jurídica que deben asumir las sucursales (*branches*) aseguradoras. De esta manera, los países mantienen la discrecionalidad de exigir un capital mínimo que sea ingresado al territorio nacional, así como autorización previa de la entidad de regulación y supervisión para la operación.

Colombia podría considerar cuatro argumentos para no aceptar las sucursales, definidas como *branches*. En primer lugar, la aceptación de sucursales (*branches*) conllevaría la introducción de una enorme desigualdad en las condiciones de competencia para el capital extranjero operando actualmente en el país en el sector. De hecho, una compañía extranjera que opere en segmentos que no requieran de una red de atención y servicio (como vida y algunos seguros generales) contaría con un incentivo para desinvertir respecto a su operación en Colombia, puesto que podría hacer negocios en el mercado colombiano sin tener que contar con una presencia comercial

respaldada con inversión en el país. De esta manera, la aceptación de esta forma jurídica sin reglamentación alguna podría desincentivar la IED de otros países con presencia en la industria aseguradora nacional.

En segundo término, hay que recordar que las *rentas vitalicias* son de gran interés para E.U., por las alentadoras perspectivas de crecimiento de este ramo. Estos seguros no requieren de una presencia y una red de servicio, como es el caso de los seguros obligatorios de vehículos e incluso algunos de salud. Pero la participación de compañías de E.U. en estos segmentos mediante sucursales (*branches*) implicaría una pérdida del ahorro del país. De hecho, el capital de una persona afiliada un fondo de pensiones, que adquiere una renta vitalicia con una compañía extranjera en el momento de jubilarse, estaría siendo transferido al exterior con la forma legal de sucursales (*branches*).

En tercer lugar, el suministro de servicios de seguros mediante sucursales (*branches*) implicaría desprotección a los consumidores. De hecho, estas sucursales no tendrían que cumplir con la regulación colombiana, que es la principal garantía que tienen los consumidores de seguros frente a las entidades aseguradoras. Por último, la autorización de sucursales (*branches*) podría incidir sobre los ingresos fiscales del país, ya que esta forma de prestación de servicios de seguros no cumpliría con las obligaciones tributarias a las cuales está sujeta hoy una empresa aseguradora en el país.

Por lo tanto, la sugerencia respecto al establecimiento de compañías aseguradoras estadounidenses en el contexto del TLC es que Colombia siga los pasos de otras contrapartes de E.U. en el marco de otros acuerdos regionales. Colombia debería incluir en las listas de reservas un instrumental jurídico que le permita reglamentar las sucursales (*branches*), incluyendo sus características, estructura, relación con su casa matriz, requisitos de capital, reservas técnicas y obligaciones relativas al patrimonio de riesgo y sus inversiones. Adicionalmente, se debería considerar incluir una medida disconforme similar a la que introdujo Chile en el TLC con E.U. en relación con las rentas vitalicias. Esta medida, que afecta los compromisos bajo el modo de suministro transfronterizo, establece que todos los seguros que la legislación chilena haga o pueda hacer obligatorios, y todos los seguros relacionados con la seguridad social, no pueden ser contratados fuera de Chile. Al mismo tiempo, los negociadores colombianos deberían reafirmar a E.U. que seguirán contando con acceso y TN a nuestro mercado asegurador bajo la normativa vigente, que es equitativa entre empresas operando en el país.

4.2. Otros compromisos en relación con la industria aseguradora

Como se mencionó en el Capítulo 1, los TLCs recientes suscritos por Estados Unidos contienen mecanismos para facilitar la prestación de nuevos servicios de seguros. Skipper *et al.* (2000) destaca que este tipo de normas son críticas para crear mercados de seguros competitivos, en los cuales la innovación y los precios a la baja sean la norma. Si bien Colombia podría decidir requerir una autorización previa de la Superintendencia Bancaria (Superbancaria) para toda nueva oferta de los nuevos servicios de seguros en el país, el proceso de aprobación de estas solicitudes debería ser expedito y con requisitos transparentes para fortalecer el desarrollo del mercado de seguros en Colombia. De hecho, la literatura recomienda que la regulación contenga plazos claros para el estudio y emisión del concepto de estas solicitudes, y mecanismos de reconsideración para rechazos de las mismas.

Adicionalmente, Estados Unidos ha mostrado una inclinación por solicitar que la contraparte en negociaciones comerciales recientes acepte establecer una entidad de supervisión y regulación independiente para el sector asegurador. En las entrevistas con empresarios del ramo se evaluó este planteamiento. Algunos afirmaron que éste sería un desarrollo positivo dentro del actual marco regulatorio del sector asegurador en Colombia, debido al alto volumen y diversidad de problemáticas que debe atender la Superbancaria. Otros empresarios consideraron que sería conveniente mantener la supervisión de la industria bajo la mencionada entidad y propender por contar en la misma con funcionarios más especializados y capacitados en el sector asegurador. Por lo tanto, se recomienda al Ministerio de Hacienda evaluar este tema para estar en capacidad de responder a una solicitud similar de E.U. en las negociaciones en el marco del TLC con Colombia.

4.3. Posibles posiciones ofensivas en la negociación en servicios de seguros y relacionados con los seguros

Los colombianos residentes en Estados Unidos constituyen un mercado potencial que los aseguradores nacionales podrían intentar capturar mediante las negociaciones de un TLC con E.U. El cálculo de la Oficina del Censo de E.U. asegura que hay 471.000 colombianos legales en E.U., cifra que aumentó en más de 60% en los últimos 10 años y representa 1,3% de la población latina de E.U.[78] Gaviria (2004) analiza estos resultados del Censo de 2000 y destaca que el número de colombianos legales e ilegales en E.U. po-

drían estar entre 500 mil y 700 mil, muy por debajo de las cifras mencionadas en otras fuentes[79].

Sin embargo, no todos estos compatriotas en E.U. son tomadores de seguros, en particular en el caso de los ilegales. Además, en un negocio de bajos márgenes como los seguros de vida, el costo de llegar a estos clientes potenciales en E.U. podría exceder los potenciales beneficios. Hay que tener presente que no todos estos colombianos en Estados Unidos se encuentran en el mismo Estado. Como ya se mencionó en el Capítulo 1, la regulación de E.U. en seguros es distinta en cada Estado y el Gobierno Federal no asume ningún compromiso respecto a las regulaciones estatales disconformes con las obligaciones generales de un acuerdo comercial.

Por todo lo anterior, este potencial interés comercial de la industria aseguradora colombiana en el mercado de E.U. tiene poca probabilidad de convertirse en un negocio importante para la misma. Por esta razón, es poco recomendable que el equipo negociador colombiano sacrifique intereses defensivos por un objetivo ofensivo tan difuso como este.

4.4. Algunas sugerencias para aumentar la competitividad del sector asegurador

En esta subsección se evalúan algunos elementos que podrían incrementar la competitividad de la industria aseguradora del país en un contexto de mayor integración comercial. Estos elementos son la flexibilización del régimen de inversión de las reservas técnicas de las aseguradoras y la posibilidad de que la industria aseguradora nacional ofrezca seguros de vida en dólares.

a. Régimen de inversión de reservas técnicas

Dos aspectos del régimen actual de inversión de reservas técnicas pueden restarle competitividad al sector asegurador colombiano en el marco de un

---

[78] Véase U.S.Census Bureau (2001). El Censo de 2000 de E.U. encontró que hay 35,3 millones de latinos en E.U. Un 76,8% de estas personas se encuentra en los Estados de California, Texas, Nueva York, Florida, Illinois, Arizona y Nueva Jersey.

[79] Gaviria (2004) pg.4-7, menciona que algunos ilegales pudieron optar por no participar en el Censo mencionado. Así, este fenómeno podría explicar parcialmente, pero no en su totalidad, por qué el número de colombianos en E.U. está por debajo del millón o más emigrantes colombianos al que se alude con frecuencia.

TLC con E.U. El primero tiene relación con el sesgo de la regulación que exige la inversión en papeles emitidos por el gobierno colombiano, y el segundo con un problema potencial a largo plazo por el interés técnico exigido a las rentas vitalicias de IPC más cuatro puntos porcentuales[80].

El primer elemento constituye un riesgo derivado del problema estructural de las finanzas públicas del país y las escasas opciones para inversionistas institucionales, como las aseguradoras, en un contexto de un mercado de capitales poco desarrollado. Las aseguradoras tienen plena libertad de inversión de sus recursos, con excepción de las reservas técnicas. Como ya se mencionó, en términos generales la regulación de las inversiones técnicas en Colombia es más restrictiva que en E.U. En Colombia las reservas técnicas deben invertirse en instrumentos señalados por la ley, entre las que se encuentra principalmente la renta fija del sector público, cuyo rendimiento no siempre es el mejor en relación con las otras opciones ofrecidas en el mercado. Por lo tanto, la Superbancaria debería considerar alternativas para flexibilizar el régimen actual y autorizar la inversión en papeles tan seguros y líquidos como los TES, pero que no sean necesariamente TES ni otros títulos del gobierno.

El segundo tema que viene ganando creciente interés por parte de los empresarios de la industria tiene relación con la exigencia del reconocimiento de un interés técnico en el cálculo de las rentas vitalicias de IPC más cuatro puntos. En el largo plazo, este nivel de rentabilidad plantea serios problemas en la medida en que no se compadece del actual contexto de inflación de un dígito y con tendencia a la baja. De hecho, algunos países como E.U. han modificado la exigencia de un interés técnico garantizado para el caso de rentas vitalicias. Por lo tanto, sería pertinente evaluar opciones desde un punto de vista prudencial para que la exigencia actual no se convierta en una fuente potencial de inestabilidad para el sector asegurador en el futuro.

b. Seguros de vida en divisas extranjeras

La industria aseguradora colombiana tiene interés en crear un marco regulatorio con mecanismos para ofrecer seguros de vida en divisas extranjeras.

---

[80] Este concepto de interés técnico, que sirve para calcular las rentas vitalicias, es equivalente a la rentabilidad mínimaexigida a las administradoras de fondos de pensiones en el manejo de los mismos.

Los seguros de vida con ahorro son una alternativa de inversión atractiva para el segmento de colombianos de altos ingresos. Se considera que este atractivo aumentaría si el producto pudiera denominarse en una moneda extranjera fuerte como el dólar[81].

De hecho, hay compañías extranjeras no autorizadas para operar en el territorio nacional que ofrecen estos seguros de vida, lo cual se considera una forma de contrabando de pólizas y genera una distorsión en el mercado de seguros. Los consumidores de estos productos pueden perder sus derechos frente a las mismas, ya que las fuentes de protección jurídicas son inexistentes en la medida en que las compañías extranjeras sin presencia comercial en Colombia no están sometidas a la vigilancia y supervisión de la Superbancaria. Además, el consumo de seguros de vida de forma transfronteriza tiende a reducir el nivel de ahorro interno colombiano, en la medida en que las reservas para atender la obligación de estas pólizas son depositados en mercados financieros extranjeros.

Con base en todo lo anterior, en la siguiente sección se resumen los lineamientos de negociación sugeridos para el sector asegurador.

5. Resumen lineamientos de negociación

Método de negociación. La recomendación en cuanto al método de negociación es plantear a E.U. un enfoque de *lista positiva,* que permite que una Parte de un acuerdo comercial defina explícitamente la lista de sectores a los que se aplican los compromisos del mismo (y que no se aplican al resto de sectores).

Interés defensivo en comercio transfronterizo. El sector asegurador colombiano está prácticamente cerrado al suministro de los servicios de seguros y relacionados a la forma de suministro transfronteriza, con excepción de actividades de comercio exterior, consumo en el exterior de turistas nacionales y reaseguros y retrocesión. Hay argumentos económicos de peso (protección al consumidor, defensa del ahorro nacional y preservación de los ingresos fiscales de la Nación) que apoyan la idea de no aceptar en la negociación con E.U. mayores compromisos en materia de *comercio transfronterizo.*

---

[81] Se trata de un seguro de vida que pueda ser comprado en dólares, las primas se paguen en dólares y los siniestros se atiendan en dólares.

Interés defensivo en presencia comercial. La industria aseguradora nacional está totalmente abierta bajo el modo 3 de suministro que se relaciona con la IED. Colombia debería conservar el derecho reglamentar las sucursales (*branches*), incluyendo sus características, estructura, relación con su casa matriz, requisitos de capital, reservas técnicas y obligaciones relativas al patrimonio de riesgo y sus inversiones. En ausencia de esta reserva, se darían condiciones de competencia desiguales para las compañías extranjeras ya establecidas en el país. Adicionalmente, se presentaría una fuga de ahorro nacional y los consumidores no contarían con la protección que brinda el hecho que las compañías aseguradoras cumplan con una regulación local. Por último, el gobierno contaría con menores ingresos fiscales, en la medida en que las sucursales (*branches*) no tendrían la carga tributaria que cumplen las empresas establecidas en el país.

Interés ofensivo relacionado con la venta de seguros por parte de compañías colombianas en E.U. El mercado constituido por 471.000 colombianos legales en E.U., que según Gaviria (2004) podría alcanzar hasta 700.000 compatriotas, podría ser un negocio potencial para las aseguradoras colombianas en el contexto de las negociaciones de un TLC. Sin embargo, no todos estos colombianos en E.U. son tomadores de seguros, en particular en el caso de los ilegales. Además, en un negocio de bajos márgenes como los seguros de vida, el costo de llegar a estos clientes potenciales en E.U. podría exceder los potenciales beneficios. Por lo tanto, es poco recomendable que el equipo negociador colombiano sacrifique intereses defensivos por un objetivo ofensivo tan incierto como este.

Flexibilización del régimen de inversión de las reservas técnicas de las aseguradoras. Para incrementar la competitividad de la industria aseguradora del país en un contexto de mayor integración comercial, se sugiere flexibilizar el régimen de inversión de las reservas técnicas de las aseguradoras, de tal manera que puedan invertir en papeles tan seguros y líquidos como los TES, pero que no sean obligatoriamente TES ni otros papeles del gobierno.

Evaluación de la exigencia de un interés técnico mínimo en el cálculo de las rentas vitalicias. Existe preocupación porque en el largo plazo el *interés técnico* mínimo de IPC más cuatro puntos porcentuales exigido por la regulación vigente sea insostenible. Este nivel no se compadece con el actual contexto de inflación de un dígito y con tendencia a la baja. Por lo tanto, se sugiere revisar esta exigencia para que no se convierta en una fuente de inestabilidad del sector asegurador en el futuro.

Posibilidad de ofrecer seguros de vida en dólares. El sector asegurador colombiano podría aumentar su competitividad en un entorno de mayor integración económica si pudiera vender en el país seguros de vida en dólares.

CAPÍTULO CUATRO*

Los fondos privados de pensiones

1. Introducción

Para la negociación de los temas relacionados con los servicios financieros en el tratado bilateral de comercio con Estados Unidos (E.U.), es necesario analizar la fortaleza relativa de las entidades administradoras de fondos de pensiones privados (AFPS) en Colombia. Este segmento del sistema financiero podría experimentar una mayor competencia a raíz de la firma del acuerdo. Es un grupo de entidades de creación reciente en Colombia, pues su existencia se originó en la Ley 100 de 1994 que reestructuró el sistema de seguridad social en el país y autorizó la capitalización individual a través de fondos privados de pensiones.

Como se señaló en el Capítulo 1, la administración de las pensiones obligatorias en general no se incluye dentro de los temas de la negociación. Los gobiernos tienen total autonomía para establecer la regulación (general y prudencial) que rige el esquema de pensiones y los fondos de pensiones en cada país. Esto por cuanto se trata, por lo menos en el caso de América Latina, de ahorro obligatorio y en la mayoría de los países el Estado ofrece algún tipo de garantía a los afiliados al sistema. Sin embargo, en casi todos ellos hay en la actualidad una participación importante del capital extranjero en las sociedades administradoras de fondos de pensiones lo cual implica, de por sí, que la industria nacional está expuesta a la competencia externa. Un TLC con E.U. podría incrementar esa participación, lo cual plantea el interrogante si las AFPS que operan en Colombia están preparadas para enfrentar una mayor competencia.

Los fondos privados de pensiones en Colombia administran tres tipos de fondos: i) los obligatorios de pensiones, a los cuales cotizan mensualmente empleadores y trabajadores con el fin de generar ahorros que permitan a estos últimos disfrutar de una pensión en el momento en el cual se cumplan las condiciones de ley requeridas para ello; ii) los voluntarios de pen-

---

* Capítulo preparado por Carlos Caballero Argáez, Investigador de Fedesarrollo, Camilo Domínguez, Asistente de Investigación de Fedesarrollo, Natalia Salazar, Francisco Mejía y Carolina Prieto, Vicepresidente e Investigadores de ANIF, respectivamente.

siones, en los cuales ahorran los individuos de manera voluntaria con el fin de complementar en el futuro los ingresos provenientes del fondo obligatorio y elevar, así, el monto de la pensión; y iii) los fondos de cesantías, en los cuales las empresas consignan anualmente el monto destinado a la cesantía de la persona, recursos que pueden retirarse para obtener ingresos en el momento en que la persona se encuentre desempleada, o para construir y mejorar la vivienda, de acuerdo con lo establecido en normas legales.

Los afiliados y los ahorros captados por las AFPS y, en particular, por los fondos obligatorios, han venido creciendo de manera acelerada en los últimos nueve años. Se estima que los recursos de ahorro bajo manejo por los fondos privados de pensiones equivalen al 18% del total de los activos financieros del país y que, de mantenerse su ritmo de crecimiento en los próximos años, llegaría al 50% en el curso de unos pocos años. De esta manera, los recursos de ahorro para inversión en la economía colombiana van a ser administrados, gradual y crecientemente, por los fondos de pensiones privados y cada vez menos, en forma relativa, por la banca comercial o la hipotecaria. De ahí la importancia que estas entidades tienen en la actualidad para el desarrollo de la economía colombiana.

A su turno, la evolución futura de los fondos privados de pensiones en Colombia va a depender del grado de estabilidad macroeconómica, del grado de apertura a los flujos de capitales hacia y desde Colombia, de la manera en la cual vaya evolucionando la legislación nacional sobre pensiones, de la legislación tributaria, de la regulación de sus inversiones, y del mismo desarrollo del mercado de capitales en el país.

En este contexto, este capítulo tiene dos objetivos. Uno de ellos es evaluar las condiciones de la industria de fondos de pensiones obligatorias al momento de iniciar las negociaciones del mencionado TLC. Por lo tanto, se presentan algunos indicadores que permiten determinar la situación de la mencionada industria, la cual se compara con otros países de la región[82]. Cabe anotar que la comparación horizontal entre países puede ser compleja, por lo cual es crucial entender que los sistemas no funcionan bajo las mismas reglas, no tienen el mismo periodo de madurez y no tienen los mismos lineamientos[83].

---

[82] Como se explica más adelante, para Estados Unidos no hay cifras disponibles que permitan hacer ejercicios comparativos con Colombia.

El segundo objetivo del capitulo es, naturalmente, examinar cuales temas relacionados con la administración de fondos voluntarios de pensiones podrían ser objeto de discusión en las negociaciones del mencionado TLC. Considerando también las preocupaciones e inquietudes de empresarios y dirigentes gremiales, se espera contribuir a la conformación de una posición de negociación las administradoras de fondos de pensiones colombianas.

2. Descripción general de la industria de fondos de pensiones

En esta sección se realiza una descripción general de la industria de fondos de pensiones de Estados Unidos y Colombia. En el caso de este último, se incluye una descripción de los principales elementos regulatorios que la gobiernan y un ejercicio comparativo de desempeño de las AFPs en el país según el origen del capital de la empresa (nacional vs. extranjero).

2.1. *Estados Unidos*

Junto con las compañías de seguros, las compañías financieras y los comisionistas de bolsa, los fondos de pensiones estadounidenses hacen parte del sector de entidades no bancarias de ese país. Esta sección examina brevemente su desempeño reciente, su forma de operación y su regulación. Cabe aclarar que más adelante el análisis comparativo se hace respecto a otros países latinoamericanos pues para E.U. no hay cifras disponibles para este propósito por las particularidades y complejidades de su sistema pensional.

A través de un rápido proceso de innovación financiera, los fondos de pensiones estadounidenses compiten cada vez más con los bancos, pues ofrecen productos muy similares a los clientes. Según cifras del Federal Reserve, los fondos de pensiones han crecido de manera importante dentro del mercado financiero de E.U. En 1960 representaban casi 10% de los activos totales del sistema, en 1980 el 17,4% y en 2002 el 26,9%. A pesar de tratarse

[83] Los países latinoamericanos han implantado modelos pensionales diferentes, que pueden recogerse en tres grandes grupos: i) el modelo sustitutivo, conformado por aquellos países en los que se sustituyó completamente el antiguo sistema (público de prima media) por un nuevo esquema de capitalización individual (por ejemplo Chile, Bolivia, México, El Salvador, Nicaragua y República Dominicana); ii) el modelo paralelo, como el de Colombia y el de Perú, en donde coexisten el sistema de prima media y el de capitalización individual en forma permanente; y iii) el modelo mixto, en donde el sistema público (que ofrece una pensión básica) se ha integrado con uno privado, que ofrece una pensión complementaria, como en el caso de Costa Rica.

de un esquema voluntario, la dinámica de los fondos de pensiones se ex-plica por el beneficio tributario del que gozan tanto empleadores, empleados y trabajadores independientes al poder deducir sus aportes del impuesto de renta hasta el momento en que comienzan a recibir los beneficios pensionales.

Los fondos de pensiones, tanto de empleadores y empleados de naturaleza privada como de naturaleza pública, están enfocados al manejo y pago de los recursos de las personas que cotizan y de las personas retiradas. Existen dos tipos básicos de planes en los fondos de pensiones en Estados Unidos: i) el plan de contribución definida (*defined contribution plan*) en el cual los beneficios dependen directamente de las contribuciones al plan y de sus rendimientos y ii) el plan de beneficios definidos (*defined benefit plan*) en el cual los ingresos futuros se pactan con anterioridad, razón por la cual, en el momento del retiro éste puede estar o no totalmente financiado o *fondeado*. Se dice que está plenamente *fondeado* si las contribuciones y los rendimientos son suficientes para pagar los beneficios definidos a la hora de la jubilación. Si las contribuciones y los rendimientos no alcanzan, se dice que el plan esta *subfondeado*.

Los fondos de pensiones privados son administrados por un banco, una compañía de seguros o un *pension fund manager*. En los planes patrocinados por los empleadores, las contribuciones se pagan entre éste y el empleado. En general, las compañías o las empresas pueden mantener el fondo *subfondeado* hasta cierto límite sin tener problemas, porque tienen otros tipos de ingresos. Sin embargo, para evitar los problemas potenciales que surgen del subfondeo, los malos manejos, las prácticas fraudulentas y otros abusos en que puedan incurrir los fondos privados, el Congreso expidió en 1974 el *Employee Retirement Income Security Act*, ERISA, y estableció estándares mínimos de reporte de información y transparencia, reglas sobre el tiempo mínimo que un empleado debe permanecer en la compañía para poder acceder a los beneficios, y normas sobre el subfondeo. Igualmente, la mencionada ley reglamentó las prácticas de inversión y delegó la labor de supervisión al Ministerio de Trabajo.

Cabe anotar que la ley creó el *Pension Benefit Guarantee Corporation*, PBGC, entidad que presta una función análoga a la prestada por el *Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC, y que asegura los beneficios pensionales hasta un límite de US$30.000 por año. El PBGC cobra una prima por las garantías que provee y puede acceder a créditos de hasta US$100 millones del Departamento del Tesoro.

Por su parte, el *Social Security* es el fondo público más importante[84]. Los ingresos del *Social Security* son obtenidos a través de deducciones obligatorias del salario de los empleados y de los aportes que hacen los empleados a través de los impuestos sobre la nómina. Los servicios de la seguridad social cubren las pensiones, los pagos de salud y las ayudas a discapacitados. El *Social Security* fue establecido en 1935 y funciona bajo un esquema *pay-as-you-go* y adolece de los mismos problemas evidenciados por este sistema en otros países (subfondeo, envejecimiento de la población, entre otros).

2.2. *Colombia*

a. Aspectos generales y desempeño reciente del sector pensiones

En Colombia operan en la actualidad seis entidades administradoras de fondos de pensiones (AFPS), de las cuales dos pertenecen a grupos financieros nacionales (Porvenir y Protección) y cuatro a grupos financieros internacionales (Colfondos, de propiedad del Citigroup de E.U.; Horizonte, de propiedad del grupo BBVA de España; Santander, de propiedad del Banco Santander Central Hispano de España; y Skandia, de propiedad de Skandia-Suecia). Por lo tanto, no existe restricción legal alguna para la operación de administradoras de fondos de inversión de capital extranjero en el país, pues estas pueden ofrecer sus servicios estableciendo una entidad local en Colombia[85].

Las seis mencionadas AFPS tenían un acumulado de recursos por concepto de fondos obligatorios a diciembre de 2003 de $20,4 billones. En los fondos voluntarios la suma ascendió en dicho mes a $3,1 billones. La suma de estos dos conceptos representó 17,7% del total de los activos financieros en el país.

En cuanto a los afiliados a los fondos de pensiones, las entidades administradoras de los mismos reportaron 5.426.685 individuos a diciembre de 2003, de los cuales el 96% tenían afiliación a los fondos obligatorios de pensiones y el 4% restante a los fondos voluntarios. Cerca de 45% del número

---

[84] Los gobiernos estatales y locales de Estados Unidos manejan, también, fondos de pensiones para sus empleados.

[85] La administración de fondos obligatorios de pensiones es una actividad que forma parte de la función de seguridad social del país, que se lleva a cabo a nivel doméstico, e incluye el recaudo de la cotización para pensiones, en moneda nacional, y su inversión con el propósito de generar pensiones individuales en el futuro.

total está afiliado a las entidades nacionales. Cabe anotar que este número de afiliados a los fondos obligatorios de pensiones representó en diciembre de 2003 29,8% de las personas ocupadas en Colombia y el de los afiliados a los fondos voluntarios el 1,2% del total de las personas ocupadas.

El ritmo anual de crecimiento del número de afiliados a los fondos obligatorios entre 1995 y 2003 ha sido en promedio del 14,1% por año. En el caso de los afiliados a los fondos voluntarios la tasa de crecimiento anual ha sido más alta, 30% para los últimos tres años, y mostró una aceleración muy alta en los años 1999 y 2000.

Se destaca que el total del ahorro captado a través de los aportes a las entidades administradoras de pensiones ha crecido de manera acelerada desde 1994. La evolución de los aportes mensuales a los fondos obligatorios de pensiones registró una tasa de incremento anual promedio de 27,7% para el período comprendido entre 1994 y 2003, y de 23% a partir del año 2000 cuando se inició la recuperación de la económica luego de la crisis de 1998-99. Así, los fondos obligatorios recaudan en la actualidad una suma del orden de los $275.000 millones por mes, equivalente en febrero de 2004, a algo más de US$100 millones.

b. Aspectos regulatorios

En esta subsección se mencionan aspectos regulatorios relevantes para los objetivos de este capítulo, ordenados según el carácter obligatorio o voluntario del fondo de pensiones.

Fondos obligatorios de pensiones

La regulación de los fondos obligatorios de pensiones exige a las administradoras obtener una rentabilidad mínima, definida mediante el Decreto 806 de 1996[86]. Esta rentabilidad mínima pondera en 50% el rendimiento promedio de los fondos (lo que equivaldría al componente *endógeno*) y en otro 50% la rentabilidad de las bolsas del país y la rentabilidad de un portafolio de referencia, que reúne las inversiones que a juicio de la Superbancaria afectan en mayor grado a los fondos de pensiones (lo cual equivaldría al

[86] Un inciso de este Decreto fue modificado mediante el Decreto 415 de 2000.

componente *exógeno*). La exigencia de la rentabilidad mínima induce a un comportamiento particular de las administradoras de fondos de pensiones en el manejo de los fondos obligatorios, que implica la toma de posiciones de menor riesgo y más baja rentabilidad que aquellas que se adoptarían el caso de existir una banda dentro de la cual debería ubicarse la rentabilidad mínima, como sucede en el caso de Chile, o de no existir la exigencia de la rentabilidad mínima, tal como se observa en el caso de los fondos voluntarios de pensiones. No obstante lo anterior, la evolución de la rentabilidad nominal y real del portafolio de los fondos obligatorios de pensiones a partir de junio de 1995 y hasta diciembre de 2003 muestra que han cumplido con dicha exigencia, a pesar de que la rentabilidad real descendió en el período considerado de niveles de 15% (en 1995 y 1996) a 10% (2002 y 2003).

El Cuadro 11 muestra la composición de las inversiones que componen el portafolio de los fondos obligatorios a diciembre de 2003. Se puede apreciar una alta participación de la deuda pública dentro del portafolio, al tiempo que las acciones (renta variable) tienen una participación muy baja. Cabe anotar que los fondos obligatorios se encontraban muy cerca del límite establecido para la inversión en títulos de deuda pública (50%), mientras que para los demás instrumentos de inversión tenían todavía amplia libertad de acción.

Sin embargo, la participación de la deuda pública no parece ser excesiva al compararse este porcentaje con la que se presenta en otros países con sistemas pensionales similares. De hecho, el Cuadro 12 muestra que Colombia tiene los niveles más bajos de inversión en deuda pública en el contexto latinoamericano.

Cuadro 11. Límites de inversión y composición del portafolio a diciembre de 2003

	Composición del portafolio (%)
Títulos de deuda pública	48,6
Fogafin	5,2
Bonos y títulos hipotecarios	1,1
Titularización no hipotecaria	1,8
Renta fija - vigilada Superbancaria	17,1
Renta fija - no vigilada Superbancaria	15,4
Renta variable	6,5
Sector externo	4,6

Fuente: Superbancaria

Cuadro 12. Composición portafolio de fondos de pensiones en América Latina a junio de 2003

Países	Sector estatal	Sector empresas	Sector financiero	Sector extranjero	Otros
Argentina	76,3	9,5	4,9	8,4	0,9
Bolivia	68,2	19,1	10,3	1,2	1,2
Chile	29,1	20,5	30,4	19,9	0,2
Colombia	49,2	17,8	28,4	4,6	-
Costa Rica	89,9	9,4	0,7	-	-
El Salvador	84,0	0,8	15,2	-	-
México	78,2	18,1	0,8	-	2,9
Panamá	63,3	1,0	35,7	-	-
Perú	19,1	31,4	41,6	8,3	-0,3
Uruguay	55,6	6,0	16,0	-	16,7

Fuente: FIAP

En cuanto a la composición de las inversiones por monedas, que muestra la susceptibilidad a variaciones en el tipo de cambio, los fondos de pensiones obligatorias invirtieron 26,6% de su portafolio en instrumentos en moneda extranjera en noviembre de 2003. De este porcentaje, 76% de las inversiones eran en instrumentos en dólares (es decir 20,2% del total). Cabe señalar que los plazos de las inversiones, que indican la susceptibilidad a problemas de liquidez, cuentan con una amplia diversificación, de tal manera que en noviembre de 2003 se observó como porcentaje máximo de concentración 23% en el plazo de 8-10 años.

Fondos voluntarios de pensiones

Las inversiones de los fondos de pensiones voluntarios cuentan con una mayor libertad que las de los fondos obligatorios. De acuerdo con los Artículos 170 y 171 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), los fondos voluntarios no cuentan con una exigencia de una rentabilidad mínima, lo cual les permite tomar posiciones de mayor riesgo para maximizar las ganancias del portafolio.

La regulación de los fondos voluntarios es más laxa y otorga mayor maniobrabilidad a los fondos. Estos pueden incurrir en más riesgo, en búsqueda de mayores tasas de rentabilidad. Los límites de inversión existentes tienen por objeto evitar que los fondos concentren los recursos en una o unas

pocas empresas, al igual que problemas de riesgo moral, como sería que los fondos terminen financiando empresas del mismo grupo económico.

Como se evidencia en el Cuadro 13, la composición por títulos difiere en gran medida de la observada en el caso de los fondos obligatorios. La diferencia más notoria es la sustitución de títulos de renta fija, especialmente de deuda pública, por títulos de renta variable. Este traslado señala que, al no tener requisitos de rentabilidad mínima, los fondos están dispuestos a tomar mayor riesgo invirtiendo en acciones para obtener una rentabilidad más alta.

Respecto a la composición por monedas, se destaca que en los fondos voluntarios existe una mayor participación de las inversiones denominadas en dólares. Es probable que esta diferencia tenga relación con que el requisito de rentabilidad mínima se establece en pesos, por lo cual los fondos se ven incentivados a realizar inversiones en esta moneda para minimizar el riesgo de no alcanzar la rentabilidad establecida[87].

Por último, es importante destacar que con el fin de incentivar las afiliaciones y contribuciones al régimen voluntario de pensiones, se estableció un beneficio tributario que consiste en que el aporte que se haga a este tipo de fondos es descontado de la base de cálculo para la liquidación de la retención en la fuente por concepto de impuesto de renta.

Cuadro 13. Composición del portafolio de los fondos de pensiones voluntarios (noviembre 2003)

	Composición (%)
Títulos de deuda pública	39,1
Renta variable	31,0
Renta fija - no vigilada Superbancaria	11,2
Renta fija - vigilada Superbancaria	8,6
Sector externo	6,9
Depósitos a la vista	1,9
Fogafin	1,2
Sector asegurador	0,0

Fuente: Asofondos.

[87] No incluimos información sobre rentabilidad de los fondos de pensiones voluntarios por ser información de difícil disponibilidad.

c. Desempeño según origen del capital de las AFPs

Ahora bien, un análisis de los indicadores para los fondos de pensiones extranjeros y nacionales que operan en Colombia ofrece una idea sobre su comportamiento reciente. El ejercicio compara el comportamiento de ambos tipos de entidades cuando operan bajo el mismo entorno macroeconómico, institucional y regulatorio. Como ya se mencionó, las AFPs extranjeras son Colfondos, Skandia, Santander y Horizonte. Las AFPs nacionales son Porvenir y Protección.

El Gráfico 13A muestra que la rentabilidad de las administradoras, medida como utilidad neta sobre patrimonio (ROE), tiende a ser mayor en las nacionales que en las extranjeras. Efectivamente, mientras Protección, Porvenir y Skandia registraron, en promedio, en el período 2002-2003, niveles de ROE cercanos a 30%, Santander, Horizonte y Colfondos mantuvieron un indicador más bajo, entre 20% y 26%[88]. Además, no existen diferencias significativas en cuanto al indicador de gastos operacionales como porcentaje del valor de los fondos administrados y del indicador de gastos de personal como porcentaje del valor de los fondos administrados, al comparar entre entidades nacionales y extranjeras. El primer indicador registra un promedio de 20,2% y el segundo de 8,3% (Gráficos 13 C y D).

3. Comparación sector pensiones con otros países de América Latina

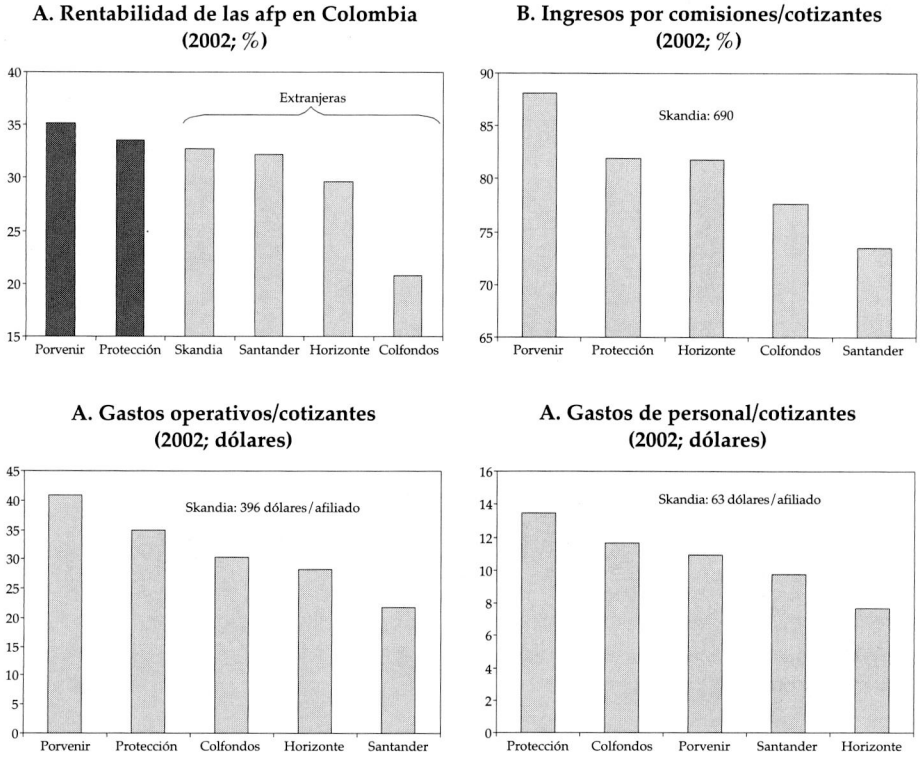
En esta sección comparamos el sector pensiones de Colombia con otros de América Latina en cuanto a tamaño del sector, cobertura, concentración, tamaño promedio de los fondos, apertura y, por último, eficiencia y rentabilidad.

3.1. Tamaño del sector

Debido a su corta existencia, el tamaño de los fondos privados de pensiones en la economía de América Latina es relativamente pequeño, salvo en el

[88] El uso intenso de la extensa red de los bancos comerciales de los grupos financieros a los cuales pertenecen Protección y Porvenir podría explicar parte de la diferencia en rentabilidad con las otras entidades.

Gráfico 13. Indicadores de Rentabilidad y Eficiencia por AFP



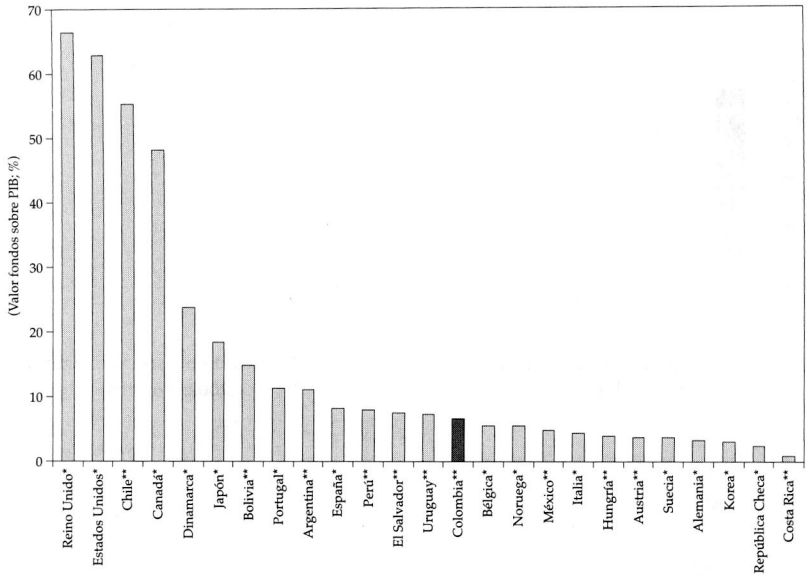
Fuente: cálculos de los autores con datos Superbancaria y Asofondos.

caso de Chile (Gráfico 14). En efecto, mientras en el año 2002 la participación de los fondos chilenos en el PIB era de 55,5% del PIB, en Bolivia este porcentaje llegaba a 14,9%, Argentina 11,2%, Perú 8%, El Salvador 7,6%, Uruguay 7,2%, Colombia 6,7%, México 5% y Costa Rica 0,8%.

Aunque Colombia fue uno de los países que adoptó más temprano una reforma a su sistema de pensiones, el tamaño de éstos en la economía es menor al que registran sistemas reformados más recientemente. Las características de las reformas influyen en el resultado. Por ejemplo, en aquellos países en dónde se suprimió el régimen anterior y se obligó a todos los empleados (nuevos y antiguos) a pasar al nuevo esquema, el crecimiento de los fondos es más acelerado.

Del Gráfico 14 se deduce, igualmente, que en algunos países desarrollados los fondos de pensiones tienen un peso importante en la economía y en

Gráfico 14. Importancia de los fondos de pensiones en la economía (Valor fondos / PIB)



* 2001; ** 2002.
Fuente: FIAP y OECD.

otros no. La participación de los fondos de pensiones en el PIB es bastante elevada en Reino Unido (66,4%), en E.U. (63%) y en Canadá (48,2%), por ejemplo. El sistema chileno es en tamaño comparable al de estos países.

En los últimos cinco años se ha observado un crecimiento importante del sistema en Colombia. La participación de los fondos en el PIB pasó de 2,1% en 1998 a 6,7% en 2002 (Cuadro 14).

Sin embargo, Chile, Bolivia, El Salvador, Uruguay y Perú mostraron mayores ganancias en términos de tamaño durante este mismo período. México y Costa Rica registraron un incremento menor en el tamaño de los fondos; la reforma de Costa Rica es una de las más recientes de la región.

3.2. Cobertura

Una forma de medir la cobertura de los fondos de pensiones es a través de la relación afiliados sobre población económicamente activa (PEA). De nuevo, hay que recordar que por las características particulares del sistema

Cuadro 14. Tamaño histórico de los sistemas de fondos de pensiones (Fondo/PIB)

País	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina (%)	3,9	5,9	7,2	7,7	11,2
Bolivia (%)	3,9	6,5	10,1	11,7	14,9
Chile (%)	42,2	47,2	47,5	53,4	55,4
Colombia (%)	2,1	3,4	4,3	6,0	6,7
Costa Rica (%)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,8
El Salvador (%)	0,4	1,7	3,7	5,8	7,6
México (%)	1,4	2,4	2,9	4,4	5,0
Perú (%)	3,1	4,7	5,1	6,7	8,0
Uruguay (%)	1,7	2,8	4,0	5,6	7,2

Fuente: FIAP y Banco Mundial, cálculos propios.

pensional de cada país, y por el hecho de que en algunos de ellos todavía exista (transitoriamente o permanentemente) el sistema anterior mientras en otros se suprimió o eliminó, las comparaciones deben hacerse con relativo cuidado.

De acuerdo con las cifras del Cuadro 15, Chile es el país con mayor cobertura (68,1%), seguido de Costa Rica (63%), México (47,4%) y Argentina (13%). Colombia aparece de nuevo con una de las coberturas más bajas (18%). Dentro de los factores que explican la baja cobertura del sistema de ahorro individual en Colombia está el hecho de que los fondos de pensiones deben competir por los afiliados con el ISS. Adicionalmente, ciertos grupos de la población, como por ejemplo, los maestros y los militares, deben estar afiliados a sistemas especiales de pensiones.

3.3. Concentración

El número de administradoras de fondos es reducido en América Latina. Salvo en Argentina y México, en general hay menos de diez administradoras por país (Cuadro 16). Como ya se mencionó, en Colombia hay seis. No solamente hay un número reducido de administradoras, sino que éste ha tendido a disminuir. En Argentina cayó de 25 a 12, en Chile de 12 a 7, en México de 17 a 12, en Colombia de 10 a 6, en Perú de 8 a 4, en Uruguay de 6 a 4 y en el Salvador de 5 a 3 (Mesa Lago, 2002). Todo indica que el número de administradoras aumenta en la medida en la cual hay más población

Cuadro 15. Cobertura de los fondos de pensiones en América Latina a junio de 2003

País	Afiliados	Cotizantes	Afiliados/PEA (%)	Cotizantes/PEA (%)
Chile	6.883.566	3.566.817	68,09	35,28
Costa Rica	1.672.797	819.312	62,93	30,82
México	30.381.477	12.339.514	47,45	19,27
Argentina	9.274.913	3.107.822	38,84	13,02
Uruguay	625.147	324.436	29,60	15,36
El Salvador	1.034.361	465.596	26,49	11,92
Perú	3.100.028	1.214.553	18,86	7,39
Colombia	4.965.697	2.373.697	17,95	8,58
Bolivia	809.179	377.697	16,37	7,64
Panamá	208.000	n.d	11,06	n.d.
Brasil	7.191.938	n.d	6,15	n.d.
República Dominicana	99.164	n.d	1,81	n.d.
Ecuador	125.765	n.d	1,54	n.d.
Honduras	10.800	n.d	0,28	n.d.

Información de afiliados y cotizantes a junio de 2003 y población a 2002. n.d.: porcentajes no disponibles.
Fuente: Fondos FIAP y población ECLAC, cálculos propios.

Cuadro 16. Tamaño relativo de los activos de los fondos de pensiones en América Latina (Junio 2003)

Páis	Número fondos	Tamaño promedio fondo activos/fondos (miles USD)	Tamaño promedio operación activos/afiliados (USD)	Concentración en el peso de los 2 fondos más grandes en activos (%)
Argentina	12	1.277.322,9	1.653	42,7
Bolivia	2	629.179,0	1.555	100,0
Chile	7	5.667.470,0	5.763	55,7
Colombia	6	1.067.179,8	1.289	50,3
Costa Rica	9	24.243,9	130	69,5
Ecuador	5	3.292,2	131	88,7
El Salvador	3	429.652,0	1.246	99,7
México	12	2.950.375,4	1.165	44,8
Panamá	4	115.939,5	2.230	50,5
Perú	4	1.324.095,8	1.708	59,0
Rep.Dom.	n.d.	36.897,8	1.860	
Uruguay	4	287.235,0	1.838	74,5

Fuente: FIAP y cálculos propios.

asegurada. Argentina y México son los países con mayor población asegurada y, por ende, con un mayor número de administradoras. En Bolivia el número de asegurados es muy bajo y hay sólo dos administradoras.

La concentración, medida como la participación de los dos fondos más grandes en el valor total de los fondos de las todas las administradoras, es relativamente elevada en América Latina. En general se encuentra por encima del 50%; sólo en México este porcentaje llega a 44,8% (un resultado similar se obtiene cuando este cálculo se hace con base en el número de afiliados).

Quienes conocen la industria de los fondos de pensiones argumentan que la concentración, si bien tiende a ser elevada en América Latina, es hasta cierto punto necesaria. En el caso de Colombia esta necesidad parece evidente. En el país, las comisiones se fijan como un porcentaje del salario. Esto implica que el crecimiento de los ingresos de las administradoras dependerá básicamente de los incrementos salariales y del aumento en el número de afiliados. Por su lado, la evolución de los costos está determinada por los costos salariales pero en ésta también influyen otras variables. Estando las comisiones reguladas, el número de afiliados resulta ser una variable relevante en la determinación de los ingresos de las AFP y del negocio como tal. Se argumenta que para que el negocio sea sostenible, cada una de las AFP deberá tener una participación no menor a 18%. Este hecho estaría indicando que, dadas las características del negocio, la tendencia a la concentración del mercado parece ser inevitable. La tendencia a la reducción en el número de administradoras en prácticamente todos los países de la región se convierte en una evidencia que apoya esta consideración.

3.4. Tamaño promedio de los fondos

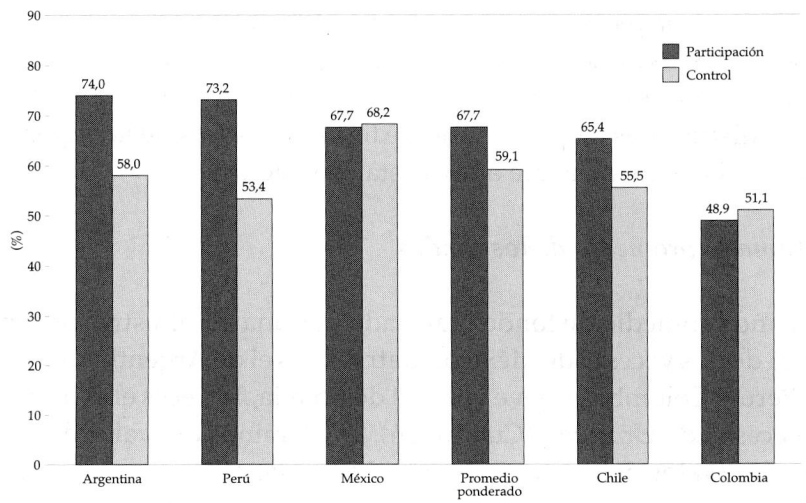
El tamaño promedio de fondo manejado por una administradora en Chile es cerca de dos veces el de México, cuatro veces el de Argentina, cinco veces el de Perú y Colombia, nueve veces el de Bolivia, 13 veces el de El Salvador y 19 veces el de Uruguay (Cuadro 16). En términos del valor de la cuenta promedio (valor del fondo sobre el número de afiliados), las diferencias entre países son menores, aunque Chile sigue destacándose por presentar el mayor nivel del indicador. Aún así, el tamaño promedio de cuenta en Chile es cerca de 4,5 veces el de Colombia). A su vez, el tamaño promedio de cuenta en Colombia es inferior al de Argentina, Perú, Uruguay, Bolivia y República Dominicana.

3.5. Apertura

Para observar el grado de apertura del sistema de pensiones colombiano, se presentan dos indicadores: la participación de la inversión extranjera en el total del capital de las AFPS y el control efectivo que éstas ejercen sobre los activos. La participación se refiere al porcentaje que representa el capital extranjero dentro del capital total de las AFPS. Entre tanto, el control efectivo por parte de empresas extranjeras expresa qué porcentaje de los activos pertenecen a AFPS controladas por estas empresas[89].

Dentro de los cinco países analizados, Colombia es el que presenta una menor participación extranjera (48,9%). Ésta es menor al promedio de los países analizados (67,7%) y a la registrada en países como Argentina (74%), Perú (73,2%), México (67,7%) y Chile (65,4%). En términos de control efectivo del sistema, las diferencias son menores. De acuerdo con este indicador, el país en donde los extranjeros controlan una mayor proporción de los

Gráfico 15. Control y participación foránea en los fondos de pensiones en América Latina (Junio 2001)



Fuente: Salomón Smith Barney.

89 Se considera que una AFP está controlada por una entidad extranjera si más del 40% de sus acciones pertenecen a este tipo de entidades.

fondos administrados es México (59,1%) y el país en donde este control es menor es, de nuevo, Colombia (51,1%).

De acuerdo con la definición de control efectivo, de las seis administradoras de pensiones que existen en el país, cuatro están bajo el control de capital extranjero. Sin embargo, a pesar de ser mayor en número las entidades foráneas, las dos empresas nacionales siguen representando la mitad del mercado de pensiones. Al igual que en el caso de los bancos, las administradoras de fondos de pensiones extranjeras que operan en Colombia son de tamaño reducido. Este hecho muestra que la industria privada de pensiones en Colombia es fuerte y compite de manera satisfactoria con las entidades extranjeras que operan en el país.

3.6. Rentabilidad y eficiencia

Antes de realizar el ejercicio comparativo es preciso hacer algunas aclaraciones metodológicas. La primera es que comparar entre países las cifras de los fondos de pensiones y sus administradoras es complicado, pues el diseño de los esquemas pensionales y la edad de los mismos es bastante diferente. La segunda es que las cifras que se incluyen en esta sección se tomaron de informes de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), excepto las de Colombia por no estar incluida en este estudio. Por esta razón, hemos intentado reproducir algunos de los indicadores para este país, advirtiendo que no son estrictamente comparables con los construidos por la entidad mencionada[90].

En la información colombiana es imposible discriminar entre los ingresos y los gastos del negocio de pensiones obligatorias, cesantías y pensiones voluntarias. Por consiguiente es necesario tomar los valores de los distintos rubros para la totalidad de los tres negocios (con excepción del número de afiliados y de cotizantes, para lo cual se utiliza únicamente el valor para los fondos de pensiones obligatorias)[91].

Para medir rentabilidad y eficiencia se usan los siguientes indicadores: utilidad sobre ingresos por comisión, utilidad sobre patrimonio, ingresos

---

[90] Estos indicadores se construyeron con base en información proveniente de la Superintendencia Bancaria.

[91] La racionalidad de esta excepción es que si usara la suma de los afiliados (o cotizantes) a pensiones obligatorias y voluntarias, se estaría incurriendo en un problema de doble contabilización.

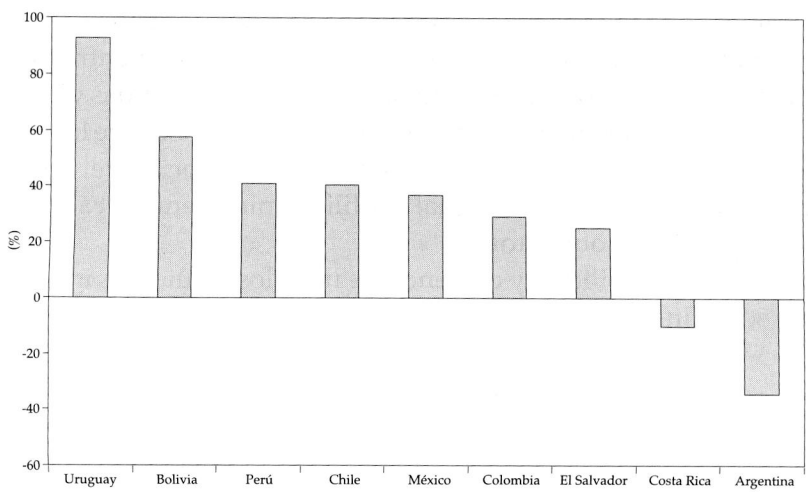
por comisiones sobre número de afiliados, patrimonio sobre afiliados y rentabilidad de los fondos.

En cuanto a los dos primeros indicadores, las administradoras de fondos de pensiones colombianas registraron una rentabilidad intermedia en el año 2002, si se les comparara con otros países de la región (Gráfico 16 y 17). Efectivamente, Uruguay, Bolivia, Perú y México tienen una relación de utilidad sobre patrimonio y utilidad sobre ingresos por comisiones, mayor que Colombia, mientras que las AFP colombianas mantienen niveles de rentabilidad similares a los de Chile y El Salvador. Argentina y Costa Rica por su parte, son los países que registran menores niveles de rentabilidad.

Estos resultados contrastan con el indicador de ingresos por comisiones por afiliado (Gráfico 18). Algunos países, con elevada rentabilidad, tienen otra calificación si se les clasifica según las comisiones percibidas por afiliado (por ejemplo Uruguay y Bolivia).Así mismo, países con una rentabilidad no muy alta perciben grandes comisiones por afiliado (por ejemplo Perú). Otros países, entre los cuales se encuentran Colombia y Chile, arrojan niveles intermedios de rentabilidad y de comisiones por afiliado.

Otra forma de medir la eficiencia de los fondos, es observar los gastos operacionales por afiliado. El Salvador es el país con el nivel más alto (Gráfico 19), lo cual indicaría que mantiene el menor nivel de eficiencia dentro de

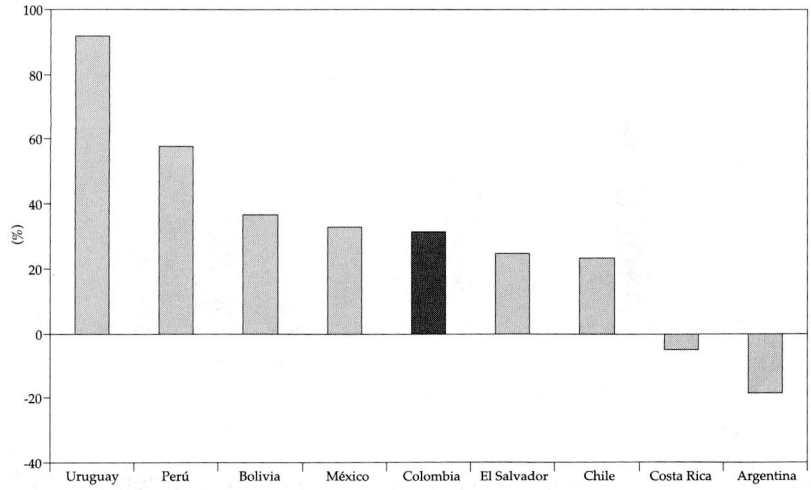
Gráfico 16. Utilidad sobre ingresos por comisión (2002)



Fuente: AIOS y Superintendencia Bancaria de Colombia.

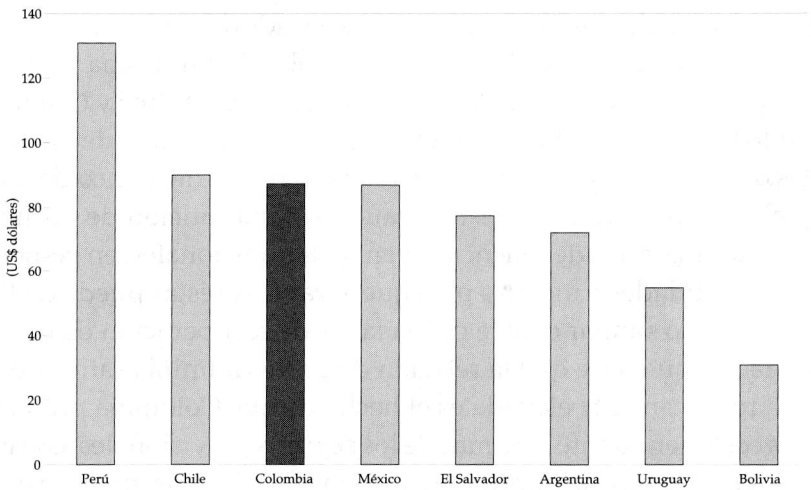
los países de la región. En relación con Perú, Uruguay y Argentina, Colombia registra mayores niveles en la relación de gastos operacionales por afiliado.

Gráfico 17. Utilidad sobre patrimonio (2002)



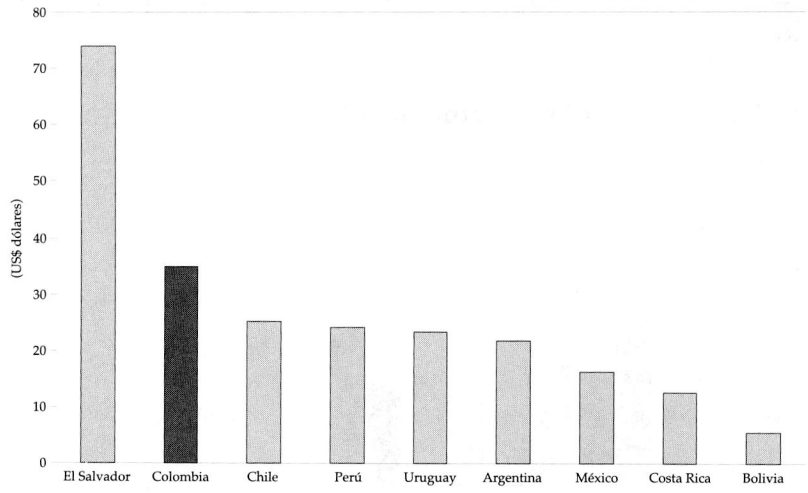
Fuente: AIOS y Superintendencia Bancaria de Colombia.

Gráfico 18. Ingresos anuales por afiliado en US$ (2002)



Fuente: AIOS y Superintendencia Bancaria de Colombia.

Gráfico 19. Gastos operacionales sobre afiliados (2002)



Fuente: AIOS y Superintendencia Bancaria de Colombia.

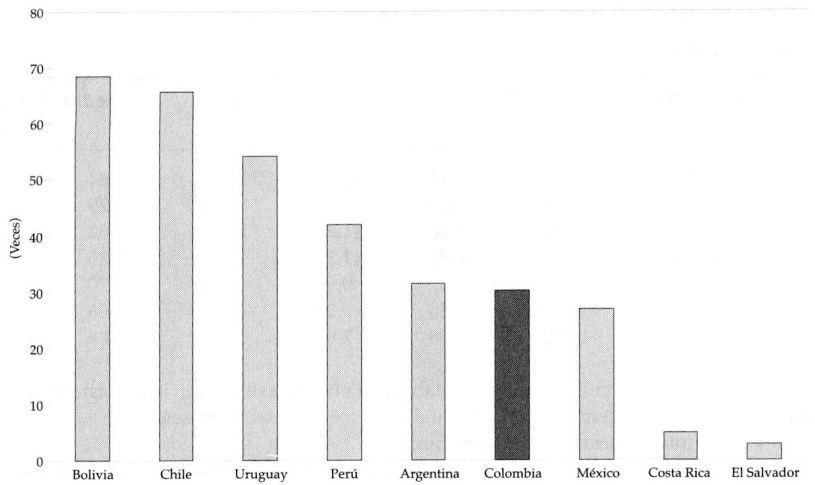
Vale la pena anotar algunas características de los esquemas implementados en cada país que pueden implicar mayores gastos de operación del negocio, sin que ello signifique un menor nivel de eficiencia. El primer aspecto es el relacionado con la entidad que debe recaudar los aportes de los afiliados. En Bolivia, Chile, Colombia, El Salvador, Nicaragua y Perú, el recaudo de los aportes es realizado por las propias administradoras, mientras que en Argentina, Costa Rica, Ecuador, México, República Dominicana y Uruguay, los aportes se recaudan en forma centralizada. En Argentina y Uruguay este recaudo lo hace una entidad estatal (en general el Instituto de los Seguros Sociales de cada país) y en México, se realiza a través del Banco de México. En aquellos países en donde este recaudo es una función de las mismas administradoras, éstas deben incurrir en costos adicionales, en ge-neral, en pagos a las entidades bancarias para que a través de éstas pueda realizarse el recaudo. Algo similar ocurre con la labor de recuperación de cartera.

Otro factor que hace que la relación de gastos administrativos por afiliado sea relativamente elevada es el hecho de que Colombia presenta los mayores costos en cuanto a primas de los seguros previsionales, con excepción de México debido primordialmente a la elevada siniestralidad existente en el país (Asofondos, 2002)[92].

Bolivia se destaca por mantener el menor nivel de gastos operacionales por afiliado. Cabe recordar que este país mantiene, también, los niveles más bajos de comisiones por afiliado y, aún así, presenta los mayores niveles de rentabilidad dentro de la región. Así mismo, en este país no existe competencia entre las dos entidades, ya que dependiendo de la región donde habite, el empleado deberá afiliarse a uno u otro fondo. Esto pone de manifiesto un hecho interesante y es que, como se dijo anteriormente, el tamaño de la administradora (en términos del número de aportantes) es un determinante importante del desempeño del negocio, lo cual a su vez lleva a que se dé una fuerte competencia entre administradoras por los afiliados. Esta competencia podría darse a través de los niveles de comisiones (lo cual tiene un límite, debido a los costos de los seguros previsionales) o a través de fuerza de ventas y de publicidad lo cual influye directamente sobre los costos operativos.

Un hecho interesante es que en México, Costa Rica, El Salvador y Colombia, la relación entre valor del fondo y el patrimonio es baja en relación con otros países (Gráfico 20). Al respecto vale la pena mencionar que Colombia

Gráfico 20. Valor fondos sobre patrimonio (2002)



Fuente: AIOS y Superintendencia Bancaria de Colombia.

92 En México los riesgos de invalidez y sobrevivencia son asumidos por el Instituto Mexicano de Seguridad Social, en un régimen de monopolio, lo cual implica que las primas no se fijan con base en condiciones de mercado.

es el único país en donde, además de que la regulación exige a la administradora un monto de capital mínimo para operar, también la obliga a guardar una relación de solvencia mínima[93]. De manera interesante esta relación es cercana a 68 en Bolivia, 66 en Chile y 54 en Uruguay, lo cual sugiere que esta norma podría poner un límite al crecimiento de los fondos de pensiones.

En lo que respecta a la rentabilidad ofrecida a los afiliados, la de los fondos de pensiones en Colombia ha tendido a ser una de las más elevadas, aunque también es una de las de mayor volatilidad (Cuadro 17).

4. Los fondos privados de pensiones y la negociación de un TLC con E.U.

Como ya se mencionó, los sistemas de seguridad social o de planes de jubilación de carácter público se encuentran explícitamente excluidos de los compromisos de servicios financieros en TLCs suscritos recientemente por E.U. De manera similar, el acuerdo multilateral otorga una exclusión general para actividades estatales que cuentan con garantías o utilizan recursos

Cuadro 17. Rentabilidad real acumulada (promedio anual; %)

América Latina	2002	2001	2000	1999	1998	Promedio	Desviación estándar
Argentina	10,45	7,95	11,11	12,46	11,21	10,64	1,67
Bolivia	8,62	8,35	7,85	7,64	6,52	7,79	0,81
Chile	10,30	10,70	10,90	11,20	11,00	10,82	0,34
Colombia[1]	9,66	10,52	7,84	11,72	9,49	9,85	1,43
México	8,50	9,34	9,47	9,65	6,54	8,70	1,29
Perú	6,57	6,00	5,30	7,28	5,14	6,06	0,89
Uruguay	15,01	10,82	8,88	7,94	6,74	9,88	3,23

Rentabilidad acumulada (promedio anual): rentabilidad obtenida desde inicio del sistema, expresada en forma anual; [1] Colombia: rentabilidad acumulada de los últimos 36 meses.
Fuente: AIOS y Superintendencia Bancaria de Colombia.

[93] De acuerdo con las normas vigentes Decretos 2314 de 1995, 268 de 1999 y 1797 de 1999, el valor total de los activos de los fondos administrados por las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías, deducidos los títulos emitidos o avalados por la Nación o los emitidos por el Banco de la República y la reserva de estabilización de rendimientos, no debe ser mayor a 48 veces su patrimonio técnico.

financieros estatales. De hecho, en el caso del TLC entre Chile y E.U. quedó explícitamente contemplado que no se incorporan "las actividades o servicios que formen parte de un plan de jubilación público o un sistema legal de seguridad social"[94].

Por lo tanto, los mecanismos de pensión obligatoria no hacen parte de los temas de la negociación. Así, los gobiernos mantienen su autonomía para establecer la regulación general y prudencial con respecto a la administración de las pensiones obligatorias y de los fondos privados de pensiones encargados de ello. Sin embargo, esto no quiere decir que en la mayoría de los países de la región -y en Colombia desde luego- no exista, como ya se discutió una importante participación del capital extranjero en las AFPS lo cual implica, por definición, que la industria nacional está expuesta a la competencia externa.

No obstante lo anterior, una revisión de acuerdos comerciales suscritos recientemente por E.U. señala que hay tres temas que el sector debe tener presente en el desarrollo de las negociaciones para conformar un TLC con nuestro país. En primer lugar, los socios comerciales de E.U. en TLCS recientes han listado como reservas o *medidas disconformes* la regulación relacionada con fondos de pensiones y fondos de inversión. En los acuerdos con Chile, Singapur y los países centroamericanos estas naciones han conservado mediante las reservas la facultad de exigir presencia comercial para administrar fondos de pensiones obligatorios. Cabe recordar que la presencia comercial está permitida en Colombia, por lo cual se debería considerar incorporar como una reserva este requisito.

En segundo término, el límite para la inversión de los recursos del portafolio en moneda extranjera es punto que podría discutirse en una negociación. En el acuerdo con Costa Rica, se establece que ese país elevará el porcentaje máximo del portafolio que puede ser invertido en valores emitidos por instituciones financieras extranjeras. En Colombia este límite fue de 10% hasta marzo de 2004, cuando la Superintendencia Bancaria lo elevó al 20%.

En tercera instancia, en el curso de las negociaciones E.U. podría exigir que Colombia asuma compromisos de apertura al modo de suministro transfronterizo para los servicios de administración de portafolios de inversión, relacionados con los fondos voluntarios de pensiones.

---

[94] Véase Artículo 12.1 del TLC Chile-Estados Unidos.

En este sentido, cabe aclarar que de presentarse este tipo de solicitudes existe un mayor margen de negociación puesto que la regulación de los distintos países, incluido Colombia, no es tan restrictiva. Por ejemplo, los portafolios de los fondos voluntarios pueden mantener hasta un 90% de sus recursos en inversiones en títulos denominados en moneda extranjera. Esto se debe, en gran parte, a que los fondos voluntarios representan recursos adicionales para la jubilación, lo cual conduce a que muchas veces el tratamiento que se les otorga se equipare con el establecido para fondos fiduciarios y otros fondos de inversión. Sin embargo, existe una diferencia fundamental que es el incentivo tributario para el ahorro en fondos voluntarios de pensiones, sobre el cual se hizo referencia anteriormente y que constituye un importante estímulo para quienes desean complementar con estos recursos los de la pensión obligatoria. Este incentivo también existe E.U. en los fondos privados de pensiones que operan bajo la figura de los planes 401k, hecho que podría utilizarse como argumento para mantener en el contexto del TLC dicho incentivo a futuro[95].

5. Reflexiones finales sobre el sector pensiones y la negociación del TLC

Considerando todo lo anterior y las entrevistas realizadas a los representantes de las AFPS y presidentes de estas entidades se llega a las siguientes conclusiones con respecto a su posición frente al TLC con E.U.

En lo que se refiere a presencia comercial en el negocio de administrar fondos obligatorios y fondos voluntarios de pensiones, es claro que la inversión extranjera, proveniente de E.U., de España y de otros países, tiene absoluta libertad de entrada en Colombia y que en la actualidad la mayoría del capital -si no el 100% del mismo- en cuatro de seis AFPS es extranjero y que, en términos de activos administrados, el 50% está en cabeza de entidades de propiedad de inversionistas extranjeros.

Los directivos de las AFPS, por consiguiente, consideran que el sector está abierto a la competencia de entidades de E.U. y que es competitivo a nivel

[95] Los fondos 401k son aquellos en los cuales los trabajadores ahorran voluntariamente para su pensión; el incentivo para ahorrar en estos fondos consiste en que el monto ahorrado se deduce a la hora de calcular el pago de impuestos, difiriendo estos últimos hasta el momento en el cual se empieza a recibir la pensión.

internacional, como quiera que las comisiones que recibe son bajas si se les compara con las de entidades similares en otros países de la región.

Las preocupaciones de los directivos de los fondos obligatorios de pensiones se orientan más a la necesidad de contar con reglas de juego estables y predecibles para el manejo del negocio, a la capacidad de generar rentabilidades reales satisfactorias en el portafolio hacia el futuro y al tipo de modificaciones que debía introducirse en la regulación sobre exigencias de rentabilidad mínima y de límites de inversión en los diferentes instrumentos, sin incurrir en riesgos que pongan en peligro la calidad del portafolio.

No se detecta preocupación sobre posibles exigencias de E.U. en cuanto a introducir mayor flexibilidad en la regulación sobre la composición del portafolio de los fondos obligatorios de pensiones. Se entiende bien, además, que la negociación del TLC no incluye ningún aspecto relacionado ni con la estructura legal, ni la organización, ni el manejo de los fondos obligatorios de pensiones por tratarse de un componente muy importante del mecanismo de seguridad social en el país.

En cuanto a las reglas de juego y la mayor competencia en el manejo de fondos voluntarios de pensiones, se considera indispensable y equitativo frente a las reglas del ahorro pensional en E.U. mantener el incentivo tributario existente en la actualidad para ahorro complementario a la pensión obligatoria. Mediante este incentivo se excluye de la base gravable para el impuesto de renta hasta el 30% de la remuneración que reciba un trabajador, si ese monto se canaliza a un fondo voluntario de pensiones y se mantiene allí por un período mínimo de cinco años. Como se anotó, los recursos de los planes de ahorro voluntarios para pensión en E.U. están exentos de impuestos hasta el momento en el cual empieza a disfrutarse la pensión, cuando comienzan a estar sujetos a impuesto de renta.

En lo que tiene que ver con la competencia que enfrentan los fondos voluntarios de pensiones en términos de comercio transfronterizo, se reconoce que existen proveedores de servicios de asesoría y administración de fondos de inversión de Estados Unidos que realizan su actividad y captan en la actualidad ahorro de residentes en Colombia. Estos proveedores compiten, en general, con entidades financieras que manejan ahorro de los colombianos en el país como son, por ejemplo, las sociedades fiduciarias que administran fondos de inversión y ofrecen alternativas de inversión tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

Específicamente respecto a las alternativas de inversión en el exterior, aunque es legal para los colombianos mantener cuentas corrientes e inver-

siones financieras en el exterior, no todos ellos incorporan en sus estados financieros y en sus declaraciones anuales de impuestos estos recursos, lo cual constituye competencia desigual para las entidades financieras colombianas y para las extranjeras con presencia comercial en Colombia. Por esta razón, una sugerencia planteada fue la de exigir a las entidades financieras del exterior, interesadas en prestar este tipo de servicio, que operen a través de oficinas en Colombia, cuyo establecimiento autorice la Superintendencia Bancaria, y con obligación de cumplir la legislación tributaria colombiana al efectuar captaciones de recursos para invertir en el exterior. Se considera que este tipo de exigencia convendría no solamente por razones tributarias sino de conocimiento de los clientes para efectos del control del lavado de activos.

Precisamente en el tema de lavado de activos es importante mencionar el conflicto que puede existir entre la "obligatoriedad" que, por ley colombiana, tienen los fondos obligatorios de pensiones, de afiliar trabajadores que puedan encontrarse vinculados a empresas consideradas por las autoridades de E.U. como sospechosas de tener relación con individuos conectados con actividades de tráficos de estupefacientes. En este caso, y por tratarse de una situación ajena al control de la AFP, la entidad no debería ser sujeta a ningún tipo de sanción por parte de las autoridades de E.U. y así podría quedar estipulado en el TLC.

Las AFPS consideran de interés la posibilidad de abrir oficinas en E.U. y afiliar a colombianos que tengan la intención de disfrutar de su pensión en Colombia. Esos colombianos deberían tener la capacidad para efectuar aportes que se administraran en Colombia. De la misma manera en que un ciudadano de E.U. que trabaje en una empresa en Colombia que tiene que cotizar para un fondo de pensiones colombiano debería poder recuperar esos recursos para efectos de su pensión en E.U. Esta modalidad de comercio transfronterizo debería quedar abierta dentro de las estipulaciones del TLC de tal forma que pueda implantarse en el momento en que una administradora de Colombia o un fondo de E.U. lo considere oportuno y conveniente.

CAPÍTULO CINCO*

El mercado de valores, capitales y carteras colectivas

1. Introducción

Este capítulo cubre el mercado de valores entendido como los agentes que en él participan (Bolsa de Valores, Sociedades Comisionistas de Bolsa, Sociedades Fiduciarias), sus submercados (acciones, renta fija, derivados y divisas), las carteras colectivas administradas por dichos agentes, y la infraestructura del mercado (sistemas de transacción, de información, de depósito y custodia, y de pago y compensación).

El capítulo tiene tres grandes secciones. La primera presenta una discusión sobre la integración de los mercados de capitales entre países desarrollados y economías en desarrollo basado en un estudio realizado por el Banco Mundial[96]. En dicho estudio se identifican los principales temas objeto de la integración, las ventajas y desventajas para los países en desarrollo y los retos que este proceso implica para las economías emergentes.

La segunda sección da una visión general sobre el mercado de capitales colombiano mediante un análisis de su desempeño reciente y un recuento de su estructura y funcionamiento. En esta sección se identifican algunos problemas que han impedido el desarrollo adecuado del mercado de capitales colombiano.

La última sección se concentra en los temas de negociación entre Colombia y Estados Unidos en el Tratado de Libre Comercio (TLC). Allí se identifican los principales aspectos objeto de los acuerdos suscritos previamente entre Estados Unidos (E.U.) y otros países, y las características de la negociación de los servicios relacionados con el mercado de valores y las carteras colectivas. Se plantean las amenazas y oportunidades para Colombia y se brindan elementos para que el sector de mercado de valores, de capitales y de carteras colectivas adopte una posición frente a la negociación del capitulo sobre servicios financieros del TLC con E.U.

---

* Capítulo preparado por María Angélica Arbeláez y María Lucía Guerra, Investigadoras de Fedesarrollo.

[96] Banco Mundial (1997). Private Capital Flows to Developing Countries. The Road to Financial Integration.

2. Principales aspectos de la integración de los mercados de capitales de países en desarrollo y economías desarrolladas

Los países en desarrollo deben considerar los riesgos y los beneficios implícitos en un proceso de integración de sus mercados de capitales con aquellos de países desarrollados dada la enorme brecha que existe entre sus mercados.

La liberalización de los mercados de capitales puede resultar beneficiosa para los países en desarrollo, siempre y cuando estas naciones adopten reformas en el campo macroeconómico, legislativo y de infraestructura, que promuevan el desarrollo del mercado de capitales doméstico. El éxito de la integración con países desarrollados depende de este logro, ya que el desarrollo de los mercados domésticos juega un papel crucial en minimizar los riesgos y maximizar los potenciales de la integración financiera.

Con base en la evidencia empírica de la década de los noventa, el estudio del Banco Mundial concluye que la integración y liberalización ha traído grandes beneficios para los mercados de capitales de las economías en desarrollo. Dicho proceso mejora la calidad, la disponibilidad y los precios de los servicios financieros, estimula la innovación, promueve el uso de buenas prácticas internacionales en el manejo contable, el manejo del riesgo, y la divulgación de la información y la adopción de prácticas de gobierno corporativo y reduce las asimetrías de la información. Concretamente, las cifras sobre el desempeño de estos mercados registran un aumento importante en la capitalización, la actividad y en la liquidez[97]. El estudio resalta la contribución de la participación activa de los inversionistas extranjeros en estos resultados favorables. Adicionalmente, los países en desarrollo ganaron mayor acceso a los mercados externos de acciones y bonos, ejemplificado por el registro de firmas emisoras en mercados desarrollados a través de *Global* y *American Depository Receipts* (GDRS y ADRS)[98].

---

[97] Una medida de liquidez es el *turnover ratio* que se construye como el valor transado sobre la capitalización del mercado.

[98] Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Cuando la negociación se va a realizar en Estados Unidos se constituyen ADRS y cuando se pretende transarlos fuera de E.U. se constituyen GDRS.

No obstante, la integración de los mercados de capitales con países desarrollados también conlleva riesgos para los países en desarrollo. Entre estos se encuentran: i) aumento de la volatilidad de los mercados de capitales; ii) aumento de la vulnerabilidad a las crisis financieras; iii) preocupación por el aumento de la propiedad extranjera de las firmas domésticas; y iv) limitaciones en la capacidad de monitoreo y supervisión.

En este contexto, la integración implica retos importantes para los países en desarrollo, en especial en materia de fortalecimiento de las instituciones y adecuación de la legislación (regulación prudencial y supervisión) y de la infraestructura de los mercados domésticos. Estas reformas institucionales son un prerrequisito para el éxito de la integración y la atracción de inversionistas extranjeros, así como para el desarrollo de los mercados de capitales de estas economías y la reducción de la volatilidad y los riesgos.

En las siguientes secciones se presentan algunos aspectos que resultan de especial importancia en el proceso de integración de los mercados de capitales con países en desarrollo que son ilustrativos para los propósitos del TLC entre Colombia y E.U. en materia de negociación de los servicios del mercado de capitales.

2.1. Beneficios potenciales de la integración de los mercados de capitales para las economías en desarrollo

En el caso concreto del mercado de capitales, los beneficios de la integración se alcanzan por dos vías: por el lado de la demanda, donde el objetivo es que las firmas puedan producir capital más barato y en forma más eficiente a través de facilitar su acceso a transacciones de valores en un mercado más amplio y con sistemas de transacción más ágiles, y por el lado de la oferta, donde el propósito es ampliar la gama de inversionistas, mejorando sus perfiles de riesgo y rendimiento, a través de la expansión y acceso más eficiente a oportunidades de inversión de valores y de la diversificación de instrumentos[99]. La interacción de estos dos factores debe llevar a un aumento del espectro y de la eficiencia de los servicios financieros prestados, y en consecuencia a una mayor inversión y crecimiento de las economías.

---

[99] Steil. Benn, Ed (1996), *The European Equity Market: The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, The Royal Institute for International Affairs.

a. Efecto sobre la inversión y el crecimiento

La integración financiera amplía el rol de los mercados de capitales como fuente de financiación de la inversión de largo plazo. En forma directa, la oferta de recursos de inversión se expande al permitir la utilización de fuentes de recursos externas, resultando en una reducción del costo del capital. En forma más indirecta, mercados más integrados amplían el menú de instrumentos financieros disponibles para los inversionistas domésticos, permitiendo una mayor diversificación del riesgo y estimulando la movilización de recursos. Finalmente, el aumento de la actividad extranjera incrementa la profundización y liquidez del mercado de capitales, elementos clave para mejorar la transformación de plazos y reducir el costo del capital[100]. Estos factores, sumados a la mayor diversificación del riesgo, inducen al sector real a hacer emisiones.

b. Efectos sobre la eficiencia en la asignación del capital y en el manejo corporativo

Una función importante de los mercados de valores, es que monitorean continuamente al sector real; en esta medida sirven como guía para la asignación del capital y promueven la eficiencia gerencial y organizacional. Por ello, se argumenta que la entrada de inversionistas extranjeros al sector real intensifica el monitoreo de las empresas y promueve la adopción de prácticas de gobierno corporativo. A pesar de que la literatura advierte que este control puede ser limitado en ciertas circunstancias, la evidencia empírica sugiere que en la medida en que los inversionistas extranjeros se vuelven más activos en los mercados y más selectivos en sus inversiones, adquieren un rol más dinámico en la adopción de prácticas de gobierno corporativo[101].

---

[100] Esto se da en la medida en que en mercados líquidos los inversionistas van a reducir la demanda por rentabilidades altas, reflejando la posibilidad de ofrecer valores a precios más bajos, y por lo tanto reduce el costo del capital.

[101] Banco Mundial (1997). Entre las circunstancias que pueden limitar el control se señalan: i) asimetría en la información, en cuyo caso los costos del control se tornan elevados; ii) desconocimiento de los mecanismos adecuados para hacer un monitoreo eficiente de las empresas por parte de los extranjeros, o bien ausencia de incentivos y preferencia por la liquidez sobre el control y iii) falta de incentivos por parte de inversionistas institucionales debido a que, por su trayectoria profesional prefieren ellos mismos monitorear el desempeño de las empresas.

c. Efectos de la integración en la volatilidad

La integración puede tener implicaciones positivas y negativas en la volatilidad, en especial en el proceso de conocimiento de precios (*price discovery*) en los mercados de capitales de países en desarrollo. Por una parte, en la medida en que los inversionistas extranjeros profundizan y dan mayor liquidez a los mercados, se reduce la volatilidad. Adicionalmente, su participación puede inducir mejoras en la contabilidad, información y sistemas de reporte, así como sofisticar el análisis de la industria de valores doméstica. Estos dos elementos interactúan y se refuerzan entre sí y ayudan a reducir la volatilidad: el aumento de la liquidez y las oportunidades de hacer ganancias conducen a aumentar la investigación y a mejorar los sistemas de información, y esto a su vez provoca mayor interés de inversionistas y aumento de la actividad.

Sin embargo, la integración también puede aumentar la volatilidad de los precios y los retornos de los activos en economías en desarrollo. Con la apertura financiera los mercados domésticos están expuestos a nuevos choques financieros externos, tales como cambios en las tasas de interés internacionales, acciones en manada de los inversionistas extranjeros y efectos contagio.[102] Estos choques afectan los fundamentales de los mercados emergentes lo que conduce a mayor volatilizad en el precio de los activos.

Frente a estas dos posiciones, la evidencia empírica muestra que, si bien los mercados de los países en desarrollo son más volátiles que los países desarrollados, esta diferencia no se ha acentuado en los períodos de grandes flujos de capitales hacia los primeros, y más bien se sugiere que la volatilidad de los retornos ha tendido a disminuir. La evidencia para los países en desarrollo en los 1990 muestra que si bien éstos se volvieron más susceptibles a los choques externos al abrir sus mercados, también llevaron a cabo una serie de reformas encaminadas a mejorar los fundamentales y a estabilizar sus políticas económicas que redujeron la vulnerabilidad frente a choques tradicionales[103]. Adicionalmente, muchos países en desarrollo en este período mejoraron sus mercados de capitales, lo cual redujo los pro-

---

[102] Incluso, la mayor liquidez puede hacer a estos países más susceptibles a choques externos, en la medida en que facilita la liquidación de posiciones en forma más rápida.

[103] En especial programas tendientes a diversificar las economías.

blemas de asimetría de información y otras imperfecciones del mercado. Estos dos factores ayudaron a reducir la volatilidad originada en los choques tradicionales y en las imperfecciones de los mercados de capitales locales. Es importante insistir en el hecho de que el desarrollo de los mercados de capitales y la menor vulnerabilidad van de la mano. Para minimizar los riesgos de la integración de capitales, es fundamental desarrollar los mercados locales y reducir los problemas de información.

2.2. *Retos para las economías en desarrollo*

Las economías en desarrollo enfrentan una serie de retos importantes para poder hacer efectivos los beneficios de la integración financiera y minimizar los costos. Estos retos están orientados a la adopción de políticas que corrijan deficiencias en los mercados de capitales locales, en particular en materia de regulación y de infraestructura, de tal manera que reduzcan los costos de transacción. De hecho, los inversionistas extranjeros han identificado restricciones importantes en cuanto al acceso a los mercados de capitales de los países en desarrollo[104]. De acuerdo con el estudio del Banco Mundial, las principales barreras están relacionadas con i) deficiente infraestructura de los mercados; ii) deficiente protección al inversionista o a los derechos de propiedad; iii) falta de transparencia y equidad de los mercados; y iv) falta de liquidez de los mercados de capitales[105].

a. Integración e infraestructura del mercado de valores

La infraestructura del mercado abarca los sistemas e instituciones que facilitan el intercambio y la custodia de valores. Es decir que ésta comprende: la microestructura, o sistemas de transacción; el sistema de comparación de la transacción; y el sistema de compensación y liquidación que opera a través del sistema de depósitos.

---

[104] Las limitaciones y debilidades de los mercados domésticos explican en parte el éxito de las ADRS y GDRS, pues muestra que los inversionistas prefieren adquirir acciones a través de Depository Receipts en lugar de hacerlo directamente en el mercado doméstico de origen. En parte, esto se debe a que los Depositary Receipts se acogen a los estándares regulatorios de países industrializados.

[105] En mercados ilíquidos los inversionistas temen no poder liquidar sus intereses rápidamente sin tener que incurrir en costos sustanciales.

En muchos países en desarrollo la infraestructura del mercado es aún ineficiente e incapaz de manejar el rápido crecimiento del volumen de transacciones. Estas deficiencias generan costos importantes, limitan la actividad y el crecimiento del mercado y además aumentan la probabilidad de crisis sistémicas.

La integración de los mercados de valores y la presencia de un mayor número de actores extranjeros en el mercado vuelven este aspecto más evidente y problemático ya que la infraestructura de un país que liberaliza su mercado debe poder enfrentar el aumento de la actividad[106]. La mayor presencia de inversionistas extranjeros ejerce una presión para que ello ocurra, en la medida en que se realizan transacciones de gran tamaño y se requieren de sistemas que provean transparencia, liquidez e inmediatez.

Por consiguiente, la infraestructura del mercado constituye uno de los aspectos cruciales en los procesos de integración de los mercados de capitales. Por una parte, su mejoría y adecuación al crecimiento del mercado es necesaria para atraer inversionistas internacionales y a su turno desarrollar los mercados locales, y por otra parte porque permite reducir riesgos sistémicos.

b. Integración y marco regulatorio

La integración financiera requiere que las economías en desarrollo refuercen el marco regulatorio de los mercados de valores permitiéndoles competir en un mercado más amplio, atraer inversionistas externos y reducir riesgos sistémicos y la volatilidad[107]. De aquí surgen tres temas importantes: las barreras que enfrentan los inversionistas extranjeros en relación con los esquemas regulatorios; las restricciones directas a la inversión extranjera en los mercados de capitales domésticos; y los temas de regulación especiales que surgen del comercio transfronterizo de intermediarios financieros y de transacciones.

---

[106] Entidades como la Federación Internacional de Bolsas de Valores, IOSCO, Sociedad Internacional de Administradores de Valores (ISSA), promueven las recomendaciones sobre las "mejores prácticas" del G-30 (iniciativa de 1989). Se recomienda, por ejemplo, que los sistemas estén interconectados y se ubiquen en una sola entidad en los países.

[107] Mejorar la divulgación de la información, por ejemplo, no solo concierne a las preocupaciones de los inversionistas, sino también reduce la susceptibilidad del mercado a la volatilidad que resulta de una incompleta y asimétrica información.

Un marco regulatorio adecuado es crucial para atraer inversionistas extranjeros de portafolio y así reducir los costos potenciales asociados a la integración financiera y favorecer el desarrollo del mercado doméstico. Entre algunos aspectos importantes se destacan: i) mejorar y asegurar la divulgación y calidad de la información; ii) erradicar las transacciones de agentes internos (*insider trading*); iii) definir adecuadamente los derechos de los accionistas y promover las prácticas de gobierno corporativo y iv) desarrollar esquemas adecuados de autorregulación.

La integración financiera implica un rápido incremento en tres tipos de actividades: las transacciones entre intermediarios financieros de los diferentes países que se integran, la prestación de servicios transfronterizos y las actividades de instituciones financieras multinacionales en mercados externos. Estas actividades afectan la naturaleza y la magnitud de los mercados subyacentes y de la contraparte, y aumentan el riesgo sistémico en el mercado de capital doméstico.

Las actividades transfonterizas y sus riesgos asociados hacen el marco regulatorio complejo y aún más imperfecto. Las nuevas fuentes de riesgo sistémico y de la contraparte son difíciles de estimar, se dificulta la supervisión de los intermediarios domésticos a medida que aumentan las actividades multinacionales, y es difícil establecer las responsabilidades de supervisión entre los reguladores domésticos e internacionales. Incluso, puede generarse arbitraje regulatorio en las instituciones financieras. Por lo tanto, los reguladores deben encontrar instrumentos para monitorear eficientemente un mercado más amplio y por fuera de las fronteras, y asegurar la sanidad financiera de los participantes en este mercado.

En suma, liberalizar los mercados de capitales domésticos e integrarlos con países desarrollados, puede traer grandes beneficios para las economías en desarrollo. La liberalización permite a los países tener acceso a grandes capitales foráneos, contribuye a la profundización y liquidez de los mercados de capitales domésticos, reduce el costo de capital de las firmas domésticas y promueve mejoras en tecnología y conocimiento, en infraestructura y en regulación.

No obstante, los retos internos en cuanto a avances en la regulación hacia estándares internacionales y el mejoramiento de la infraestructura son fundamentales para lograr un desarrollo de los mercados locales y mitigar la vulnerabilidad a los choques externos inducida por la mayor integración con el mercado internacional. Adicionalmente, existe el reto de diseñar

mecanismos de regulación y supervisión especiales para abarcar las implicaciones del *comercio transfronterizo* y la ampliación de intermediarios financieros y de transacciones.

3. El mercado de valores en Colombia

Teniendo en cuenta las características del mercado de capitales y los temas relevantes en un proceso de integración, a continuación se hace una evaluación del mercado de valores colombiano. En la primera subsección se presenta un esbozo general del comportamiento del mercado de capitales mundial en la década de los noventa. En la segunda subsección se hace un análisis del mercado accionario de Colombia y de su posición frente a otros países del mundo. La tercera subsección se dedica el comportamiento del mercado de renta fija, enfatizando la creciente importancia de las transacciones de títulos de renta fija públicos (TES). En la cuarta subsección se describe brevemente el comportamiento del mercado de derivados mundial, así como los instrumentos utilizados en el mercado colombiano. La quinta subsección presenta la evolución reciente del valor de las carteras colectivas en Colombia, lo que revela la importancia de los inversionistas institucionales para el mercado de capitales. En la sexta subsección se presenta un análisis de la infraestructura del mercado de valores colombiano. Finalmente, la última trata sobre la regulación del mercado de capitales del país.

3.1. El mercado de capitales mundial

Durante más de una década, el mercado de capitales mundial ha experimentado grandes fluctuaciones en su desempeño: a principios de los años 1990 se dio un cambio importante de la estructura, explicado por el gran dinamismo de los mercados emergentes que surgió de los importantes flujos de inversión extranjera en portafolio destinada a estos países y al desarrollo de nuevos instrumentos de financiación no bancaria. Sin embargo, a lo largo de la década también se presentaron dos grandes crisis en los mercados emergentes que menoscabaron su atractivo: la crisis mexicana de 1994 y la crisis asiática de 1998. Adicionalmente, antes de que se consolidara la recuperación de los mercados, se comenzaron a gestar recesiones económicas en los países industrializados que fueron agravadas tras el ataque del 11 de septiembre de 2001. La desaceleración económica de los países desa-

rrollados se extendió a los mercados emergentes y perjudicó el desempeño general del mercado de capitales mundial.

Estructura según el tipo de instrumento

Si se analiza el desempeño del mercado mundial por tipos de instrumentos, se observa que entre los 1980 y los 1990 aumentó la importancia de las emisiones de deuda de largo plazo privada, acompañada de una disminución en la participación de la deuda pública de largo plazo y de las acciones dentro del total de emisiones. Esta tendencia se explica en buena medida por la liberalización generalizada de los flujos de capital y la consecuente integración financiera.

Este análisis, según el nivel de desarrollo de los países, arroja aspectos interesantes. Entre comienzos de los años 1980 y mediados de los 1990, la participación de las emisiones de deuda de largo plazo privada aumentó en los países del G4 y en las economías emergentes[108]. De hecho, en los países emergentes, esta se duplicó en la primera mitad de los 1990 y en los países del G-4, creció cerca de 50% en dicho período. Así mismo, la deuda pública de largo plazo disminuyó su participación dentro del total de emisiones. La gran diferencia entre estos dos grupos de países radica en el crecimiento de la participación de las acciones en el total de emisiones de los países emergentes, mientras que en los países del G4 éstas perdieron importancia levemente durante el mismo periodo[109].

Colombia no fue la excepción en cuanto a la tendencia de los países emergentes, ya que duplicó el valor de las emisiones de acciones durante este período. Sin embargo, el desempeño se mantuvo por debajo del promedio de estos mercados. Adicionalmente, el país se caracterizó por experimentar un crecimiento mucho mayor de la deuda de largo plazo del gobierno frente a la deuda de largo plazo privada.

---

[108] El G4 está conformado por Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Los tigres asiáticos incluye Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwan. Los mercados emergentes incluidos en la muestra son: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Jamaica, Jordán, Kenya, Malasia, Mauricio, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Portugal, Sri Lanka, Tailandia, Túnez, Turquía y Venezuela.

[109] Véase Aylward A., y Glen J. (1999) "Primary Securities Markets: Cross Country Findings". Discussion paper N° 39 International Finance Corporation, The World Bank.

3.2. El mercado accionario

La liberalización financiera que el país experimentó a comienzos de la década de los noventa indujo un crecimiento del mercado de acciones y aumentó la volatilidad. Sin embargo, la liquidez y la integración con el mercado internacional no han mostrado mejoras importantes, pues otros factores, diferentes a la apertura de la cuenta de capitales, han incidido negativamente en el desempeño del mercado de capitales colombiano. En particular, el pobre desempeño de la liquidez y la eficiencia, y los altos costos de transacción, están relacionados con deficiencias de la infraestructura del mercado y con el esquema regulatorio. En general, los demás países de América Latina tampoco registraron un crecimiento satisfactorio a lo largo de los noventa y en la actualidad aún presentan un desempeño muy por debajo del observado en países desarrollados. Adicionalmente, la crisis de los mercados emergentes de 1997-1998 contribuyó a aumentar la brecha de desarrollo entre los países de la región y países desarrollados.

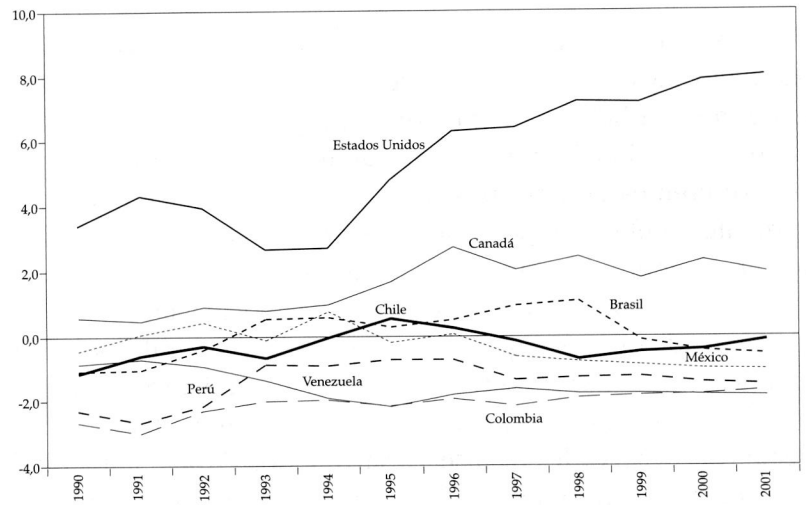
Con el fin de evaluar el desarrollo del mercado de capitales de un grupo de países de la región frente a países industrializados como Estados Unidos y Canadá, se construyó el Índice de Desarrollo del Mercado de Capitales[110]. Este índice permite comparar la posición relativa del desarrollo de este mercado en cada país, tomando en cuenta la capitalización, el valor transado y la liquidez. Como lo ilustra el Gráfico 21, la brecha entre países industrializados como E.U. y Canadá y los demás países de la región se ha ampliado considerablemente durante los años 1990. En general, los países latinos mostraron un progreso en el desarrollo de sus mercados de capitales, relativo a los países de la muestra entre 1990 y 1997. A partir de dicho año, en muchos de ellos se inició una tendencia decreciente, que en la actualidad deja a E.U. con una ventaja relativa mucho mayor que al comienzo de la década.

En el caso particular de Colombia, si bien no se han presentado caídas continuas en el índice de desarrollo, se destacan dos factores. Por un lado,

---

[110] Con base en la metodología de Love (2001). Incluye datos para el período 1990-2001 para la siguiente muestra de 13 países: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, Estados Unidos, México, Panamá, Perú, Singapur y Venezuela. El índice incluye una normalización de índices de tamaño (capitalización / PIB), actividad (valor transado / PIB) y eficiencia (turnover = (valor transado / capitalización)). El índice no es relevante en magnitudes.

Gráfico 21. Índice de desarrollo financiero



Fuente: Banco Mundial, cálculos de Fedesarrollo.

es evidente que el proceso de desarrollo se desaceleró a partir de 1994. Por otro lado, el índice siempre ha registrado valores negativos, indicando que Colombia se ubica por debajo de la media de la muestra.

Actualmente, el mercado de capitales colombiano es pequeño y poco desarrollado, incluso en comparación con varios países de la región latinoamericana como Brasil, México y Chile. A pesar de que el desempeño de la década pasada, y en especial aquel de los años recientes ha sido favorable, variables del mercado bursátil como la capitalización, el volumen transado y la liquidez ubican al país en una posición desventajosa en el contexto internacional. Sobresale también la falta de integración del mercado bursátil con el exterior, y la poca apertura que revela el sector en general.

3.3. El mercado de renta fija

Los instrumentos de renta fija juegan un papel predominante en el mercado de capitales colombiano de manera similar a la tendencia observada mundialmente. Sin embargo, mientras que a nivel internacional las acciones han mantenido su participación dentro del mercado de capitales casi constante, en Colombia se observa una creciente pérdida de importancia de estos

instrumentos frente a la renta fija. El volumen transado en renta fija pasó de representar 5% del PIB a comienzos de la década de los noventa a 26% del PIB en 2001, y las transacciones de renta fija hoy cubren más de 95% del total realizado en el mercado de capitales colombiano.
Esta tendencia se explica por dos razones. Por un lado, las empresas en Colombia recurren muy poco al mercado de capitales como medio de financiación, y por otro lado la deuda pública interna ha crecido fuertemente en años recientes.

Una prueba de esto es el crecimiento reciente de la participación de los TES en el total transado nacional registrado acompañado de una disminución de la participación de las acciones. Desde mediados de los 1990, el gobierno se ha financiado principalmente mediante la emisión de deuda pública interna, y el desarrollo del mecanismo de subastas para realizar la colocación de los TES ha contribuido a su creciente importancia. Si bien esta dinámica ha podido ocasionar un *crowding-out* al mercado privado, el crecimiento de la deuda pública también ha venido acompañado de una importante sofisticación del mercado en múltiples aspectos, lo cual ha favorecido el mercado como un todo y ha contribuido a su buen desempeño reciente.

3.4. El mercado de derivados

A nivel mundial, el mercado de derivados se ha desarrollado de manera importante desde la década de los 1980. Los países que han liderado este crecimiento han sido E.U., que es de lejos el que más contribuye al movimiento de los derivados, Reino Unido, Alemania y Japón.

Durante los 1980 y a comienzos de los 1990, los contratos sobre bienes agrícolas jugaban un papel preponderante en la negociación del mercado de derivados mundial. Sin embargo, a lo largo de los noventa se dio un reemplazo de estos contratos por aquellos basados en *commodities* financieros. Los contratos atados a las tasas de interés y a índices accionarios presentaron el mayor crecimiento a lo largo de la década pasada, incrementando considerablemente su participación en el mercado.

Parte del auge reciente que ha tenido el mercado de derivados a nivel mundial, ha sido debido a las crecientes alianzas y fusiones entre bolsas y los avances tecnológicos. Estos cambios han concentrado la actividad en un número menor de entidades, alterando la organización de la industria y modificando la manera en que las bolsas compiten para atraer mayor volumen transaccional a sus mercados.

Adicionalmente, los avances electrónicos y en comunicaciones han contribuido de manera importante al desarrollo de este mercado. El incremento en la capacidad de los sistemas y la disminución en sus costos ha permitido que las bolsas desarrollen sistemas baratos que le permiten registrar contratos y enlazar operaciones, lo que ha contribuido a la reducción de los costos de transacción.

En Colombia, un país caracterizado por una volatilidad considerable de sus variables macroeconómicas, los instrumentos de cobertura de riesgo son limitados y aún poco sofisticados. En términos generales, la lista de los instrumentos de cobertura utilizados en el mercado doméstico se compone básicamente de *forwards* de tasa de cambio, *swaps* de títulos de valores y carruseles o instrumentos de futuro de renta fija. Sin embargo, cabe recalcar que desde 2001 se ha observado un crecimiento notable en el valor de las operaciones llevadas acabo en el mercado de derivados colombiano. En particular, este mercado ha mostrado una tendencia creciente en el valor transado en contratos *forward* y en *operaciones a plazo de cumplimiento financiero*[111].

3.5. Fondos y carteras colectivas en Colombia

Los inversionistas institucionales juegan un papel importante en el desarrollo del mercado de capitales debido a que pueden movilizar un volumen considerable de recursos de ahorro. Dado que su objeto los obliga a comprar y vender valores, se han hecho responsables de una porción cada vez más grande de las transacciones efectuadas en el mercado bursátil, dándole mayor dinamismo. De hecho, en los países que se caracterizan por bajos niveles de demanda y oferta de papeles, la presencia de estos inversionistas ha sido el motor de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales[112].

Durante laúltima década, en Colombia este tipo de inversionistas se ha venido fortaleciendo como consecuencia de las reformas de principios los

---

[111] Mediante la Resolución 0457 del 15 de julio de 1998 de la Supervalores, se establecieron nuevos contratos versados sobre la DTF además de la TRM y se modificaron las operaciones a plazo de cumplimiento efectivo y cumplimiento financiero. Sin embargo, en la actualidad prácticamente no se utilizan forwards sobre tasa de interés, y la mayor parte de los contratos están versados sobre la TRM.

[112] 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.

años noventa que modificaron los mecanismos de asignación del ahorro[113]. Con ellas se permitió la creación de los Fondos de Pensiones y de Cesantías, que se sumaron a los Fondos de Valores, los Fondos Fiduciarios, los Fondos de Capital Extranjero, los Fondos Mutuos de Inversión, los Fondos Comunes Ordinarios, los Fondos de Inversión y los Fondos de Seguros y Capitalización.

La actividad de administración de fondos de inversión y valores ha crecido en forma importante, y han pasado a ser una actividad relevante para Sociedades Comisionistas y Fiduciarias (además de inversionistas institucionales). Cabe resaltar que las compañías fiduciarias han contribuido de manera importante a la movilización de recursos de ahorro mediante la administración de activos en fideicomiso. Los principales fideicomisos administrados por las fiduciarias son los fondos de inversión, los inmobiliarios, los de administración y otros. En total, los activos administrados por estos conceptos sumaron $51,2 billones de pesos en diciembre de 2003.

3.6. Infraestructura del mercado de valores colombiano

Una de las funciones básicas que debe cumplir un mercado de capitales para su buen funcionamiento es la de proveer información adecuada que señale el valor de los instrumentos financieros, lo cual determina la eficiencia del mercado en cuanto al procesamiento de la información. El papel que juega la información es crítico ya que provee la base para las decisiones de inversión y de emisión. Así, entre mejor sea la información y la valoración de los activos, más interés habrá en participar en el mercado.

La teoría de la micro-estructura se concentra en examinar los sistemas de transacción y de información, y su influencia en el desarrollo del mercado. Los sistemas transaccionales son relevantes en la medida en que influyen en cuatro de los aspectos más importantes del mercado: la liquidez o la capacidad transar títulos en forma rápida y eficiente, los costos de transacción, la eficiencia en la determinación de precios y la volatilidad de los precios.

En Colombia actualmente existe una única bolsa denominada Bolsa de Valores de Colombia (BCV), que se constituyó en 2002 tras la unificación de la Bolsa de Bogotá, la Bolsa de Medellín y la Bolsa de Occidente. Desde el comienzo se planteó que el proceso de integración de las bolsas se llevaría

---

[113] Como la reforma laboral, pensional, financiera, y la relativa a la inversión extranjera.

a cabo de manera gradual, empezando por la integración del mercado de renta fija. Actualmente, la BVC utiliza el Mercado Electrónico Colombiano (MEC), un mecanismo electrónico centralizado que provee la información e instrumentos necesarios para llevar a cabo la negociación de títulos de renta fija.

Si bien es cierto que el mercado colombiano está avanzando hacia sistemas continuos electrónicos que le permitan tener una mayor disponibilidad de información sobre los títulos, aún persisten problemas que contribuyen a la segmentación del mercado. Por ejemplo, los títulos de renta fija emitidos por el gobierno se negocian tanto en el MEC como en el Sistema Electrónico Nacional (SEN), este último manejado por el Banco de la República[114]. En la medida en que se logre una mayor unificación de los sistemas transaccionales, se estimula una mayor eficiencia en el mercado, mayor velocidad en las transacciones, y mayor movilidad de los recursos.

3.7. La regulación del mercado de capitales colombiano[115]

En términos generales, la regulación del mercado de capitales colombiano ha sido inadecuada ya que se ha caracterizado por una alta inflexibilidad, existencia de arbitraje regulatorio y dispersión normativa. En materia de supervisión, la capacidad institucional ha sido limitada, la estructura del supervisor ha sido inapropiada y ha habido un esquema débil de autorregulación. Finalmente, ha habido ausencia de estándares mínimos de idoneidad ética y profesional, falta de controles internos y deficiencias en la gestión de riesgo.

Para superar estas deficiencias, actualmente la Superintendendencia de Valores (Supervalores) prepara un proyecto de Ley Marco del Mercado de Valores cuyo objetivo principal es la modernización y flexibilización del marco regulatorio. En general, esta Ley busca promover la homogeneización de normas aplicadas a los diferentes agentes que participan en el mercado, fortalecer las prácticas de autorregulación, mejorar la transparencia del

---

[114] Un caso similar de segmentación sucede con los sistemas de manejo de títulos (depósito, custodia y pagos), donde la BVC maneja el Depósito Centralizado de Valores S.A (DCVAL) para todos lo títulos valores que se encuentren en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y el Banco de la República el Depósito Central de Valores (DCV), que maneja sólo los títulos valores emitidos o garantizados por el Banco de la República.

[115] Los argumentos expuestos en esta sección son tomados de la Superintendencia de Valores de Colombia en una presentación realizada en octubre de 2003 en el "Simposio del Mercado de Capitales".

mercado, la divulgación y calidad de la información, y promover las prácticas de gobierno corporativo con el fin de acercar la industria a estándares internacionales.

Además del marco regulatorio, la Supervalores tiene una serie de proyectos en curso encaminados a desarrollar el mercado de valores. Entre ellos está una agenda para la reactivación del mercado accionario, el fortalecimiento de la industria de carteras colectivas, la promoción de los fondos de capital privado y de riesgo, el desarrollo y elevación de los estándares de la industria de valores, la simplificación de trámites y estandarización de procesos de oferta pública, el impulso a procesos de titularización, la consolidación y adopción de estándares internacionales de contabilidad y supervisión a la industria de auditoría.

A pesar de los esfuerzos por adaptar las normas al crecimiento y la diversificación del mercado, aún existen problemas en el marco regulatorio que obstaculizan un funcionamiento más dinámico de los actores del mercado. Esto merece especial atención debido a que las limitaciones regulatorias pueden impedir una adecuada competitividad de la industria en el marco de un TLC con E.U.

En suma, los factores que han limitado el desarrollo del mercado de capitales en el país están relacionados tanto con la oferta como con la demanda. Por un lado, la reducida participación de las empresas en la emisión de acciones y bonos ha contribuido a una oferta deficiente en el mercado de capitales. Por otro lado, la demanda no ha mostrado un gran dinamismo a causa de la limitada participación de los inversionistas institucionales en el mercado, lo cual se origina, en parte en deficiencias propias del mercado y en parte en la existencia de una regulación de las inversiones aún restrictiva que impiden una participación más activa en el mercado de valores. Pero además de los factores de oferta y de demanda, otros elementos han impedido un desarrollo dinámico del mercado, como ineficiencias en la infraestructura del mercado y un marco regulatorio inadecuado y segmentado.

4. El mercado de valores y la administración de fondos en los Tratados de Libre Comercio de Estados Unidos

La negociación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos representa un reto importante para el mercado de capitales colombiano. Los esfuerzos deberán centrarse en el desarrollo del mercado local en cuanto a legislación e infraestructura ya que en materia de apertura el país práctica-

mente no cuenta con restricciones a la inversión extranjera. Es importante hacer un análisis cuidadoso de las barreras que hoy enfrentan los agentes del mercado colombiano para operar en él en forma más dinámica, que a su vez se convierten en obstáculos para que éstos compitan en forma adecuada con los agentes estadounidenses.

4.1. Negociación de Servicios Financieros en los acuerdos

El Capítulo 1 hace una descripción completa de las características de los acuerdos en el área de servicios financieros. Aplicando las conclusiones del mismo al tema específico del mercado de valores y de fondos, se encuentra que los compromisos en materia de *comercio transfronterizo* son limitados a actividades relacionadas con banca de inversión (sin incluir estructuración de emisiones), consultoría y sistemas de información.[116] Adicionalmente los países permiten la *presencia comercial* de agentes que participan en el mercado de valores (Bolsas de Valores y Agropecuarias, Administradoras de Fondos, Comisionistas y Agentes de Valores, Agencias de Depósito y Custodia y Cámaras de Compensación) pero condicionado al cumplimiento de la legislación interna en cuanto a los requisitos para establecerse como sociedades. Además, los servicios extranjeros y los instrumentos del mercado se acogen a las normas de regulación, supervisión y registro que son aplicadas por los países, siempre y cuando no haya discriminación en el trato frente a los nacionales.

En este orden de ideas, y asumiendo que en los temas más críticos Colombia adquiere compromisos similares a los de otros países con E.U. en los TLCS, no se perciben grandes cambios frente a la situación actual del país. Evidentemente, en caso de dinamizarse en comercio de servicios financieros a raíz de la firma del TLC con E.U., se observaría una mayor entrada de capitales externos al país y una mayor competencia para los agentes domésticos que hoy participan en el mercado de valores. Esta situación brinda a

---

[116] Como se discute más adelante, no es claro si dentro de las actividades que cumplen con las obligaciones de comercio transfronterizo se incluyen los sistemas de transacción y la actividad fiduciaria, entendida como un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamada fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de este o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario (Véase Art. 1226 del Código de Comercio colombiano).

Colombia amenazas y oportunidades, tal y como se mostró en la primera sección de este capítulo.

4.2. Principales aspectos de la negociación de los TLCs de Estados Unidos en el mercado de valores y administración de carteras colectivas

En los diferentes acuerdos firmados por Estados Unidos no se ha permitido explícitamente el comercio transfronterizo de transacciones de instrumentos del mercado de valores ni con la administración y manejo de activos financieros (fondos). No obstante, estos servicios pueden ser suministrados por extranjeros en los países si hay presencia comercial, entendida ésta como sociedades constituidas en el país, de acuerdo con la respectiva legislación nacional.

No obstante, los acuerdos permiten la existencia de comercio transfronterizo para actividades que pueden estar relacionadas con los mercados de valores y la administración de carteras colectivas, tal y como están descritas en el siguiente aparte. Igualmente en los acuerdos se aclara que los servicios que se presten o los instrumentos que se transen bajo este modo deben cumplir con las normas de registro existentes en los países.

Actividades incluidas en el comercio transfronterizo

Para ilustrar el significado del comercio transfronterizo en los acuerdos, a continuación se describen los compromisos en esta materia en el TLC entre E.U. y Chile[117]. Los países miembros del acuerdo se comprometen a otorgar: *Trato nacional* para los proveedores transfronterizos de servicios financieros de la otra Parte que suministren los servicios financieros especificados en el Anexo 12.5 (donde se establece la lista positiva que se muestra en la siguiente sección); Autorización para las personas localizadas en su territorio y a sus nacionales comprar servicios financieros de proveedores transfronterizos de servicios financieros de la otra Parte localizados en el territorio de la otra Parte. Esto no obliga a una Parte a permitir que tales proveedores hagan negocios o se anuncien en su territorio. Las partes pueden definir "hacer negocios" y "anunciarse" en la medida en que dichas definiciones no sean inconsistentes con las obligaciones del párrafo anterior.

---

[117] Artículo 12.5: Comercio Transfronterizo.

Las Partes podrán exigir el registro de los proveedores transfronterizos de servicios financieros y de instrumentos financieros.

En los TLCs de E.U. el comercio transfronterizo se maneja como una lista positiva, lo que implica que los países incluyen sólo aquellas actividades que deben cumplir con estas obligaciones. Los compromisos en este campo adquiridos por todos los países en los acuerdos con E.U. (excepto Singapur), *incluyen* las siguientes actividades:

- Suministro y transferencia de información financiera, procesamiento de datos financieros y soporte lógico con ellos relacionados, por proveedores de otros servicios financieros;
- Servicios de asesoramiento (excepto intermediación) y otros servicios financieros auxiliares respecto de cualquiera de las actividades de servicios bancarios y otros servicios excepto seguros, incluyendo informes y análisis de crédito, estudios de asesoramiento sobre inversiones y carteras de valores y asesoramiento sobre adquisición, reestructuración y estrategia de las empresas.

En el caso particular de la Administración de Fondos en el TLC E.U.-Chile se permitió también que una institución financiera extranjera (distinta de una compañía fiduciaria o de una compañía de seguros) pueda suministrar servicios de asesoría de inversión y de administración de cartera a un fondo de inversiones colectivo ubicado en el país, salvo servicios de custodia, servicios fiduciarios y servicios de ejecución que no se encuentren relacionados a la administración de un fondo de inversión colectivo. En todo caso, se debe cumplir con el registro si este es exigido. Se especifica adicionalmente que el fondo de inversiones colectivo ubicado en el país no puede delegar su responsabilidad de la administración del fondo (o de los fondos) que administre.

Cabe recalcar que las siguientes actividades *no son incluidas* dentro del grupo de aquellas que deben cumplir con las obligaciones de comercio transfronterizo:

- Participación en emisiones de valores, incluyendo la suscripción y colocación como agentes (pública o privadamente) y el suministro de servicios relacionados con esas emisiones;
- Corretaje de cambios

- Administración de activos, incluyendo todas las formas de administración de inversiones colectivas, fondos de pensiones, depósitos, custodios y servicios de fiduciarios;
- Servicios de pago y compensación respecto de activos financieros, con inclusión de valores, productos derivados y otros instrumentos negociables.

Lo anterior muestra que las actividades que deben cumplir con las obligaciones del TLC bajo el modo transfronterizo se limitan a aquellas como la consultoría, banca de inversión (excluida la estructuración de títulos), y sistemas de información, entre otros. También se considera la asesoría por parte de entidades extranjeras a fondos de inversiones colectivas ubicados en el otro país parte de esto.

Solicitud de Estados Unidos en el TLC con Colombia

De acuerdo con lo negociado en forma reiterada en los diferentes acuerdos firmados por Estados Unidos, es previsible que ese país busque que Colombia adquiera por lo menos los mismos compromisos que los demás países mencionados anteriormente. Esto incluye listas positivas similares para permitir la prestación de servicios transfronterizos y eliminar las barreras a estos servicios, otorgar trato nacional a estos proveedores y a los instrumentos, y permitir el consumo de nacionales de estos servicios financieros de proveedores transfronterizos. Presumiblemente se solicitará la no discriminación de proveedores nacionales frente a los extranjeros en el registro y en el tratamiento de servicios financieros y de instrumentos (hoy no existe en el país). Esto puede incluir aspectos como eliminar limitaciones a la inversión en títulos extranjeros por parte de los fondos, y en especial de inversionistas institucionales (Fondos de pensiones, Compañías de Seguros), un área que se trata en detalle en los capítulos de Seguros y Fondos de Pensiones.

Amenazas para Colombia y medidas disconformes

La negociación en materia de *comercio transfronterizo* en los TLCs analizados no cambia la situación actual del país, excepto por cuanto se consolidan nuevos temas en materia de información y asesoría. En algunas de estas

áreas existe comercio transfronterizo entre Colombia y E.U., en especial proveniente de este último país hacia Colombia. Tal es el caso de los sistemas de información (Bloomberg, por ejemplo), consultoría prestada por empresas extranjeras en Colombia sin presencia comercial y actividad relacionada con asesoría a empresas. Incluso, el comercio transfronterizo que hoy existe entre las dos naciones va más allá de estos servicios, y cubre la transacción de valores de extranjeros con colombianos.

Sin embargo, no es explícito si dentro de los compromisos de comercio transfronterizo se incluyen los sistemas de transacción de valores, lo cual, como se explica en detalle más adelante, sería inconveniente para el caso colombiano. Además, a pesar de que no se incluyen los servicios fiduciarios dentro de las obligaciones de CT en los acuerdos, es importante que la definición de este tipo de servicios sea coincidente con la definición de esta actividad en Colombia.

En este orden de ideas, es importante que en el TLC con E.U., Colombia haga explícito que, igualmente a los sistemas de depósito, custodia, pago y compensación, los sistemas de transacción y la actividad fiduciaria no deben estar sujetos a las obligaciones en materia de comercio transfronterizo.

En cuanto a la actividad fiduciaria es crucial excluirla, entendiendo esta actividad bajo los conceptos contenidos en el Código de Comercio, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y las demás normas vigentes sobre la materia. Ello con mayor razón si se tiene en cuenta que se están incluyendo en la negociación los "servicios de asesoramiento y otros servicios financieros auxiliares", y que no es claro que se entiende por éstos últimos.

Adicionalmente, Colombia debe aclarar en el acuerdo con E.U. que los países puedan exigir el registro de los proveedores transfronterizos de servicios financieros y de instrumentos provenientes del otro país, y además aceptar la supervisión por parte de las autoridades competentes en cada país (Bolsa y la Supervalores en el caso de Colombia).

Oportunidades para Colombia y solicitudes del país

Las oportunidades para Colombia en cuanto a los servicios transfronterizos de información y asesoría son limitadas debido a la capacidad técnica y experiencia de E.U. En consecuencia, parece más claro que los servicios transfronterizos sean prestados por estadounidenses al mercado colombiano. Esto, sin embargo, brinda oportunidades al país en el sentido de contar

con una transferencia de conocimiento y tecnología que pueden ser útiles para el desarrollo del mercado de valores y para la integración del mismo (sistemas de información por ejemplo) y, así mismo, para el sector real (asesoría a las empresas, banca de inversión).

Un aspecto de la mayor relevancia para Colombia es la posibilidad de aprovechar el acuerdo con E.U. para buscar algún mecanismo que le permita a las autoridades colombianas tener información sobre el *comercio transfronterizo* que hoy existe en títulos entre los dos países[118]. Por ejemplo, Colombia podría solicitar que los proveedores extranjeros reporten las operaciones con nacionales a las autoridades colombianas. Esto no es fácil, en la medida en que este tipo de comercio no se incluye en el acuerdo, pero es útil buscar un mecanismo en el marco del tratado para imponer disciplinas y adquirir compromisos sobre el *comercio transfronterizo* ya existente.

a. Presencia comercial de agentes del mercado de valores y administradores de activos

Uno de los temas más importantes en los acuerdos sobre servicios financieros es el establecimiento de los agentes extranjeros prestadores de los servicios en los países miembros de los tratados. En concreto, los países negocian las condiciones bajo las cuales estos agentes pueden establecerse en el territorio de otro país miembro, lo que se conoce como la *presencia comercial*.

En los tratados suscritos por Estados Unidos todos los países han permitido la presencia comercial, pero ajustándose a las normas de su legislación, es decir constituyéndose como sociedades con patrimonio en el país. Ningún país, con excepción de Singapur, ha permitido la entrada al país de sucursales, entendidas como *branches* con patrimonio de la casa matriz. E.U., por su parte, ha exigido que la presencia comercial se adapte a la legislación de cada uno de los Estados del país.

Agentes y servicios cubiertos por las obligaciones de presencia comercial

En los TLCs suscritos por E.U. con otros países, la presencia Comercial se incorpora dentro los compromisos específicos sobre el *Derecho de estableci-*

[118] El caso más claro es aquel de los Yankees, los cuales son ofrecidos por proveedores extranjeros a nacionales.

miento con respecto a determinados servicios financieros. A manera de ejemplo, en el TLC Chile-E.U. este derecho se define como: Cada Parte permitirá a un inversionista de la otra Parte[119]:

> *Que no controla ni es propietario de una institución financiera en el territorio de la otra Parte, establecer en ese territorio una institución financiera autorizada para suministrar servicios financieros que tal institución pueda suministrar de conformidad con la legislación interna de la Parte al momento del establecimiento, sin la imposición de restricciones numéricas. El derecho de establecimiento incluye la adquisición de entidades existentes.*
> *Ninguna Parte podrá restringir o exigir tipos específicos de forma jurídica con respecto a la institución financiera inicial que el inversionista busca establecer. Sin embargo, las partes pueden imponer términos y condiciones al establecimiento de instituciones financieras adicionales (nuevas) y determinar la forma jurídica e institucional a través de la cual se suministren los servicios financieros específicos.*
>
> *Una Parte podrá prohibir una actividad o un servicio financiero específico si cumple con el trato nacional*[120]*".*

Estas obligaciones son manejadas bajo la modalidad de *lista negativa*, es decir que todas las actividades quedan incluidas para cumplir con las obligaciones de *presencia comercial*, excepto las restricciones que específicamente se mencionen dentro de las *medidas disconformes.* En este orden de ideas, en las medidas disconformes los países especifican las condiciones para el derecho de establecimiento de cada uno de los agentes que prestan los servicios cubiertos por el acuerdo. Estas pueden ser generales, como en el caso de E.U., o más específicas a cada uno de los agentes, como por ejemplo en el caso de Chile.

En el caso de servicios relacionados con valores y fondos, las obligaciones en materia de *presencia comercial* (o derecho de establecimiento) cobijan las Bolsas de Valores, Bolsas Agropecuarias, Comisionistas y Agentes de valores, Fondos de inversión, valores, mutuos, de capital extranjero, y aspectos de la infraestructura del mercado[121].

---

[119] TLC Chile-Estados Unidos, Anexo 12.9, Compromisos Específicos, Sección A. Derecho de establecimiento con respecto a determinados servicios financieros.

[120] Es decir si la actividad es prohibida también a los nacionales.

Amenazas para Colombia y medidas disconformes

En la actualidad Colombia no tiene restricciones en materia de IED para los sectores de valores y fondos. En consecuencia, una negociación de prestación de servicios donde la *presencia comercial* esté sujeta a la legislación nacional (es decir a la constitución como sociedades con patrimonio en el país), no cambiaría las condiciones actuales en esta materia. En estas condiciones, las amenazas para el país, en caso de profundizarse la inversión extranjera en el mercado de valores, estarían relacionadas con una mayor competencia para los agentes domésticos (Sociedades Comisionistas, Fiduciarias y Fondos) y con la canalización del ahorro doméstico hacia otros instrumentos y entidades.

Sin embargo, en las medidas disconformes del acuerdo, Colombia debe establecer con un amplio nivel de detalle los requerimientos de la legislación nacional para el establecimiento de cada tipo de agente (Bolsas, Comisionistas, Fondos, Fiduciarias). Es necesario sustentar jurídicamente que el establecimiento de los actores del mercado de E.U. debe hacerse bajo la figura de sociedades anónimas constituidas en la nación, con los mismos requerimientos de capital y vigilancia que tiene cada tipo de agente en el país[122].

En el caso de las compañías fiduciarias, por ejemplo, se debe especificar que las entidades extranjeras interesadas en prestar servicios de fiducia y de fondos comunes en Colombia (definidos en las normas legales vigentes) se constituyan como una sociedad anónima de servicios financieros autorizada por la Superbancaria con el cumplimiento de todos los requisitos existentes para los nacionales relacionados con capital mínimo, margen de solvencia de los fondos, relación de apalancamiento, operaciones autorizadas, operaciones prohibidas, sistemas de valoración, normas sobre prevención y control de lavado de actividades, autorización de los reglamentos de los fondos y remisión de información a las entidades de control.

En el caso de las carteras colectivas, es fundamental especificar qué tipo de entidad puede administrar fondos y qué tipo de fondos existen en Co-

---

[121] Véase más adelante la sección de Infraestructura del mercado. En el caso de Colombia se incluyen también las Sociedades Fiduciarias.

[122] Por ejemplo, para las Sociedades Comisionistas de Bolsa, deben especificarse las obligaciones del Artículo 7 de la Ley 45 de 1990 para la Constitución como S.A, y el Artículo 53 de la Ley 510 de 1999 para efectos de los Requerimiento de Capital.

lombia. Hoy están autorizados para administrar fondos en el país los Comisionistas de Valores (Fondos de Valores); las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (Fondos de Inversión); y las Sociedades Fiduciarias (Fondos Comunes Ordinarios y Fondos Especiales). En el caso de los fondos extranjeros, se requiere además hacer explícitas las restricciones a las remesas de capital.

Vale la pena advertir que este último aspecto puede ser complejo en la negociación de un TLC con E.U., pues en dicho país las administradoras de fondos son entidades independientes con personería jurídica, mientras en Colombia sólo pueden ser administrados por sociedades cuyo objeto social es diferente. Adicionalmente, en el país existe una mayor variedad de fondos que en E.U., una clasificación establecida según los requerimientos de capital. Presumiblemente será necesario llegar a una homologación de los fondos entre los dos países.

Como un elemento adicional, Colombia debería plantear condiciones uniformes para la publicidad de los fondos administrados por múltiples agentes del mercado interno y externo, teniendo en cuenta que existen diversas normas y diferentes procedimientos (ejemplo Circulares Superbancaria y Resoluciones Supervalores).

Oportunidades y solicitudes de Colombia

La entrada de agentes (comisionistas de valores, fondos) amplía la gama de productos para comercializar en el país, tales como acciones extranjeras, ADRS y GDRS, deuda privada otros países, deuda soberana de otros países, derivados, monedas, opciones, y futuros. Esto amplía las oportunidades de inversión, y permite una mayor diversificación del riesgo.

Adicionalmente se extiende el acceso el mercado estadounidense y al ahorro externo, un aspecto altamente favorable para el sector real y para otros agentes participantes en el mercado. Incluso, se abren en forma más clara las posibilidades de realizar alianzas, corresponsalías con otros comisionistas o agentes de valores, con bancos de inversión con carteras colectivas y en general con entidades fuertes en distribución.

Finalmente, al ampliar el acceso a inversionistas y mercados internacionales, surgen mayores posibilidades de colocación de instrumentos nacionales en el exterior y de importación de capitales para comprar en Colombia instrumentos nacionales.

Sin embargo, para que estas oportunidades se materialicen, es necesario llevar a cabo cambios en la legislación colombiana. Un ejemplo claro es la necesidad de que se flexibilicen las normas para la inscripción de títulos en la Bolsa de Valores de Colombia. De acuerdo con la Ley 27 de 1990, los títulos hoy sólo pueden ser registrados por las entidades emisoras y no por terceros (Sociedades Comisionistas). Evidentemente, esto restringe la posibilidad de que la BVC amplíe la gama de instrumentos para comercializar.

b. Infraestructura del mercado

Los temas relevantes en la infraestructura del mercado tienen que ver con los sistemas transaccionales para negociación de los diferentes instrumentos; sistemas de adjudicaciones primarias por subasta; sistemas de información; actividad de análisis y clasificación de riesgo; sistemas de registro; sistemas de valoración; y sistemas de depósito y custodia de valores.

Como se vio en la primera sección, los sistemas de información se incluyen dentro de las obligaciones de *comercio transfronterizo*. Por el contrario, la administración de depósitos y custodios, y los servicios de pago y compensación respecto de activos financieros, incluyendo valores, productos derivados y otros instrumentos negociables no están incluidos dentro de esta obligación.

En cuanto a los sistemas de transacción, éstos no son mencionados explícitamente en los acuerdos, pero es presumible que estos estén incluidos dentro del concepto de "suministro y transferencia de información financiera, procesamiento de datos financieros y soporte lógico con ellos relacionados, por proveedores de otros servicios financieros", para lo cual se permite el *comercio transfronterizo*.

Por otra parte, en los acuerdos los países permiten la entrada de Agencias de Depósito y Custodia de Valores, Agencias de Análisis y Clasificación de Riesgo y las Cámaras de Compensación de Futuros y Opciones, pero bajo la figura de presencia comercial, entendiendo ésta como el requerimiento de constituirse como sociedad de acuerdo con la legislación interna de los países.

En cuanto a los Sistemas de Pago y Compensación, éstos entran en un capítulo específico dentro de los tratados, donde el compromiso consiste en que "cada Parte concederá, en términos y condiciones que otorguen trato nacional, a las instituciones financieras de la otra Parte establecidas en su territorio acceso a los sistemas de pago y compensación administrados por

entidades públicas y a los medios oficiales de financiamiento y refinanciamiento disponibles en el curso de las operaciones comerciales normales. Este párrafo no tiene por objeto otorgar acceso a las facilidades del prestamista de última instancia"[123]. Es importante anotar que aquí no se hace referencia explícita a los sistemas de pago y compensación privados respecto de activos financieros, con inclusión de valores, productos derivados y otros instrumentos negociables. Como se dijo, estos servicios no tienen que cumplir con las obligaciones de *comercio transfronterizo*, y no se especifica si deben cumplir con las obligaciones de presencia comercial[124].

Amenazas y medidas disconformes

Una amenaza importante, recalcada en varias oportunidades por la Bolsa de Valores de Colombia, es la eventual competencia que tendrían que enfrentar con la entrada de otros sistemas transaccionales y de pago y compensación más modernos y sofisticados provenientes de E.U. La BVC ha hecho un enorme esfuerzo por modernizar los sistemas transaccionales, pero aún hay un camino importante por recorrer para estar en condiciones de competir adecuadamente.

Por ello, es importante que en el acuerdo quede explícito que Colombia no permite *comercio transfronterizo* en sistemas de transacción. Adicionalmente, en cuanto a la *presencia comercial*, el país puede permitir la entrada de Sistemas de Transacción, Depósito y Custodia de Valores, Pago y Compensación de Valores y de Futuros, Opciones y Derivados, siempre y cuando ingresen como sociedades debidamente constituidas y bajo las normas y vigilancia de la Superintendencia de Valores.

En este orden de ideas, es importante especificar dentro de las medidas disconformes las Leyes que regulan estos sistemas en el país[125].

---

[123] Fuente Artículo 12.13 del TLC Estados Unidos-Chile.

[124] En el caso de Chile, dentro de la lista de mediadas disconformes no se listan explícitamente las agencias o sistemas de pago y compensación. Se incluyen las Cámaras de Compensación de Futuros y Opciones y otros contratos de similar naturaleza, y las Agencias de Depósito y Custodia de Valores.

[125] istema Centralizado de Operaciones (MEC): Artículos 4.1.1.1 y ss de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores; Sistema Centralizado de Información para Transacciones (SEN): Artículo 4.2.0.1 de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores; Sistemas de Custodia y Administración: Artículo 13 Ley 27 de 1990 y Decreto 437 de 1992 del Ministerio de Hacienda.

Sin embargo, se solicitaría gradualidad en el ingreso para los Sistemas de Transacción y para las Cámaras de Pago y Compensación (tanto de futuros y opciones como de todo tipo de valores), debido a que hoy en Colombia apenas se está creando una Cámara de Compensación y Pago, y que aún se requiere un tiempo para ajustarse a la competencia extranjera proveniente de E.U. No obstante, la Asociación de Fiduciarias considera que en Colombia existe un monopolio de los sistemas transaccionales y muy pocos oferentes de Depósitos de Valores, por lo cual consideran sana la competencia que podría generarse con el TLC con E.U. en este frente.

Oportunidades y cambios en Colombia

Es evidente que en el mediano plazo es beneficioso para el mercado colombiano el ingreso de aspectos de la infraestructura del mercado de valores más modernos y sofisticados, ya que este aspecto es fundamental para lograr una mayor liquidez y eficiencia del mismo.

Sin embargo, también es importante que el país mejore las condiciones internas de su infraestructura, y un ejemplo claro son los sistemas de transacción y depósito y custodia. Un camino posible sería lograr la integración de los sistemas de transacción existentes (MEC de la Bolsa de Valores de Colombia y SEN del Banco de la República) al igual de los Depósitos de Valores (DCV del Banco de la República y DCVAL del sistema financiero y la BVC).

CAPÍTULO SEIS*

Aspectos macroeconómicos

1. Introducción

Evaluar el impacto macroeconómico de las negociaciones comerciales en materia de servicios financieros es una tarea relativamente compleja. En la práctica es difícil distinguir los efectos de la internacionalización de los servicios financieros de otras facetas de la liberalización financiera, como la apertura de la cuenta de capitales y la reforma financiera doméstica. De hecho, la mayor parte de los estudios que tratan de medir el impacto de la integración financiera sobre el crecimiento construyen indicadores en los que se mezclan estos tres tipos de liberalización financiera.

Para propósitos de este capítulo se define como foco de las negociaciones comerciales en servicios financieros la eliminación de cualquier discriminación en el tratamiento entre proveedores extranjeros y nacionales y supresión de las barreras al comercio transfronterizo. En contraste, la liberalización financiera doméstica (como la que realizó Colombia por medio de la Ley 45 de 1990) busca flexibilizar las tasas de interés, aumentar la competencia en el sector y disminuir la presencia del Estado en el sector financiero. Por su parte, la apertura de la cuenta de capitales (como la realizada en Colombia por la Ley 9 de 1991) elimina los controles a los flujos de capitales entre nacionales y extranjeros. Por consiguiente, es claro que Colombia ha avanzado más rápidamente en el campo de la reforma financiera y la apertura de la cuenta de capitales que en las negociaciones comerciales en materia de servicios financieros (SF).

A lo largo de este capítulo se consideran como parte de las negociaciones comerciales en servicios aquellas que se relacionan con la capacidad de utilizar proveedores extranjeros por parte de los consumidores domésticos o la posibilidad de que proveedores domésticos exporten servicios a consumidores extranjeros. Las implicaciones macroeconómicas dependen crítica-mente del tipo de comercio, bien sea transfronterizo o, alternativamente, a través de la presencia comercial de extranjeros en el mercado doméstico.

---

* Capítulo preparado por Mauricio Cárdenas S., Director Ejecutivo de Fedesarrollo.

Aunque conceptualmente los tres tipos de liberalización financiera (reforma financiera domestica, apertura de la cuenta de capitales y negociaciones comerciales a favor de la internacionalización de los servicios) son claramente distinguibles, en la práctica están fuertemente entrelazados. Por ejemplo, para tener una presencia local que permita ofrecer servicios financieros, se requiere de algún tipo de inversión extranjera directa. Por su parte, el comercio transfronterizo por lo general involucra algún movimiento de capital como algo inherente a la provisión de servicios. Según Tamirisa *et al.* (2000) el nexo entre la liberalización del comercio de servicios financieros y los movimientos de capitales depende del tipo de comercio y del tipo de servicio. Si lo que se liberaliza es la presencia comercial, se requiere liberalizar la inversión extranjera en el sector, lo cual no impide la aplicación de controles de capital a los flujos de corto plazo a quienes quieran ofrecer estos servicios desde el exterior. En contraste, la liberalización del comercio transfronterizo en SF requiere liberar los movimientos de capital subyacentes. No obstante, para ciertos SF la liberalización del comercio es independiente de la liberalización de la cuenta de capital.

Desde el punto de vista de las políticas y sus consecuencias macroeconómicas, también es relevante preguntarse si las negociaciones comerciales en SF conducen a cambios en la regulación prudencial y la supervisión. Una mirada superficial podría sugerir que la liberalización es un mecanismo para desregular el sector. Sin embargo, la realidad es que por lo general la mayor apertura al comercio de este tipo de servicios va de la mano de la aplicación de estándares internacionales en materia de regulación y supervisión. Incluso se puede afirmar que mientras más libre sea la competencia en un mercado, mejores instrumentos de regulación prudencial y de competencia debe tener para evitar excesos que puedan revertir la liberalización.

Los posibles efectos de la liberalización de la presencia comercial incluyen las ganancias tradicionales del comercio, asociadas a una mayor competencia y eficiencia. A esto se le suman las ganancias tecnológicas (economías de escala y de alcance), que pueden estar asociadas incluso a mejoras de tipo gerencial y administrativo, así como un mejor manejo del riesgo y las herramientas de control interno. Una presencia comercial extranjera aumenta también la variedad de instrumentos y productos disponibles, lo que a su vez permite mayores posibilidades de comercio intertemporal y de diversificación de portafolios. Así mismo, el sector se beneficia de una mejor infraestructura, en aspectos relacionados con la regulación y la supervi-

sión. En muchos casos, la mayor competencia induce a los jugadores locales a consolidarse, incrementando su capital por medio de fusiones y adquisiciones. Como consecuencia colateral, la presencia comercial de los intermediarios extranjeros se logra frecuentemente como resultado de procesos de privatización, lo cual reduce la presencia del Estado, que por lo general es ineficiente. Desde el punto de vista de la cuenta de capital de la balanza de pagos, este tipo de liberalización está asociado a una mayor inversión extranjera directa en el sector.

En contraste, cuando lo que se libera es el comercio transfronterizo los resultados son diferentes. De una parte hay mayor eficiencia, variedad y calidad de servicios financieros. El efecto sobre la competencia puede ser muy pronunciado, dado que los proveedores extranjeros no se ven afectados por requisitos de capital y operan con grandes economías de escala. La única ventaja que conservan los proveedores locales es su mayor proximidad al cliente, lo cual tiene una influencia decreciente en un sector en el que las transacciones electrónicas son cada día más importantes. Dada la menor inversión extranjera requerida para el comercio transfronterizo, el efecto sobre la tecnología es marginal. Por último, el efecto sobre la cuenta de capital se concentra en los flujos de portafolio que acompañan las transacciones de servicios financieros entre fronteras, los cuales son más inestables y pueden dar lugar a 'paradas en seco', en las que se interrumpe el crédito[126].

2. Experiencia internacional

La principal conclusión que surge de la experiencia de otros países es que la internacionalización puede ofrecer importantes beneficios, pero también genera ciertos riesgos (Claessens y Jansen 2000). Los beneficios dependen, en gran medida, del grado de complementariedad con otros aspectos de la reforma financiera, como la desregulación doméstica y la apertura de la cuenta de capitales. Es claro, como se mencionó en la introducción, que estos procesos se retroalimentan y refuerzan. Para ilustrarlo con un ejemplo, los efectos de la apertura comercial en servicios financieros pueden ser devastadores para los proveedores locales en una economía caracterizada por una fuerte represión financiera. En otras palabras, exponer el sector

[126] Véase Calvo (1998) sobre los efectos de los *sudden stops*.

financiero local a la competencia internacional solo tiene sentido si se ha avanzado en la reforma doméstica, que induce mayor competencia local.

No cabe duda que la apertura comercial en servicios genera ciertas inquietudes y temores: la competencia extranjera es una amenaza para los proveedores locales de servicios financieros, así como para los sistemas financieros domésticos. Otras preocupaciones son el debilitamiento de los controles prudenciales, la pérdida de autonomía monetaria y la mayor volatilidad de los flujos de capital.

De hecho, el grado de apertura de la cuenta de capital y la calidad de la regulación prudencial son dos variables fundamentales a la hora de evaluar las ganancias potenciales de la liberalización comercial. Aunque el comercio transfronterizo y la presencia comercial de entidades de capital extranjero requiere algún tipo de movilidad de capitales, la internacionalización no implica la apertura plena de la cuenta de capitales. La experiencia colombiana al respecto es ilustrativa. Aunque la Ley 9 de 1991 permite la presencia sin restricciones de capital extranjero en el sector financiero, la autoridad monetaria ha utilizado discrecionalmente los controles a los movimientos transfronterizos de capital. La historia reciente también ha puesto de presente la importancia de la calidad y fortaleza de la supervisión financiera para evitar que grandes entradas de capitales aumenten la vulnerabilidad del sistema financiero y la inestabilidad de la economía en su con-junto.

Por lo general, la apertura de los SF no ha implicado una mayor armonización de la regulación y la supervisión[127]. A nivel multilateral, no existe mayor vínculo entre las recomendaciones de los miembros del Foro Común de Supervisión Financiera[128], en aspectos como la regulación prudencial y los requisitos de información (que han sido adoptados por un amplio número de países), y el GATS que se concentra en la liberalización del comercio de servicios entre países[129].

---

[127] Una excepción es la Unión Europea en la que se establecen parámetros comunes de supervisión y regulación.

[128] Este *Joint Forum* está conformado por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y la Organización Internacional para la Supervisión del Mercado de Valores (IOSCO).

[129] Sería deseable un mayor nivel de coordinación entre las negociaciones comerciales y las entidades multilaterales de supervisión financiera como lo son el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, IAIS, y la Organización Internacional de Comisionados de Valores, IOSCO.

En el caso de NAFTA, para citar un ejemplo, hay muy poco énfasis en armonizar requisitos prudenciales. El foco es proveer movilidad al consumidor y al proveedor. Aunque en principio cada país permite la compra de SF a proveedores de otro país, México logró una restricción temporal a la participación de proveedores extranjeros en su mercado. Pese a lo anterior, actualmente la tendencia, tanto en la Unión Europea como en los acuerdos firmados por Estados Unidos (E.U.) es la de condicionar las negociaciones comerciales a compromisos en regulación y supervisión. De hecho, en las negociaciones con Chile se hizo énfasis (aunque sin un condicionamiento explícito) en la necesidad de avanzar en la adopción de las recomendaciones de Basilea II, como prerrequisito para la firma del TLC con E.U.

3. Efectos sobre el crecimiento económico

La relación entre el grado de desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico tiene múltiples antecedentes en la literatura económica. Trabajos como los de Bagehot (1873) y Schumpeter (1912) resaltaron el papel de los bancos para el desarrollo económico. Posteriormente, los influyentes trabajos de McKinnon y Shaw (1973) enfatizaron el papel de la intermediación financiera en el crecimiento de largo plazo. Más recientemente, Atje y Jovanovic (1993), King y Levine (1993) y Levine y Zervos (1998), han documentado la relación positiva entre desarrollo financiero -en un sentido más amplio que incluye todos los actores del mercado financiero- y crecimiento económico. La causalidad de esta relación ha quedado establecida en los trabajos de Beck y Levine (2002), Levine, Loayza, y Beck (2000), y con un énfasis microeconómico en Demirguc-Kunt y Maksimovic (1998) y Rajan y Zingales (1998).

Sin embargo, esta literatura no aborda directamente los efectos de la liberalización financiera sobre el crecimiento económico. Si bien existe amplia evidencia y un relativo consenso acerca de los efectos del desarrollo del sector -la profundidad financiera- sobre el crecimiento económico, la relación entre liberalización y crecimiento es objeto de controversia, por lo menos desde un punto de vista teórico.

Un TLC que genere una mayor competencia en SF puede incrementar el acceso a recursos externos y mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, lo cual favorece el crecimiento económico. Sin embargo, también es posible que la liberalización aumente las asimetrías de información, induz-

ca una mayor segmentación del mercado y aumente la volatilidad de los flujos de capital. En este caso es posible que no se produzcan efectos positivos sobre el crecimiento.

Ante la incertidumbre teórica, varios trabajos empíricos han abordado la relación entre liberalización financiera y crecimiento[130]. Sin embargo, la mayoría de estos trabajos identifican liberalización financiera con apertura de la cuenta de capitales, lo cual no es útil desde el punto de vista de este trabajo. Entre quienes construyen indicadores más sofisticados de liberalización financiera, vale la pena mencionar a Kaminsky y Schmukler (2002) quienes miden el grado de liberalización financiera para 28 países (incluyendo Colombia) durante el periodo 1973-1998 a partir de la siguiente información:

Cuenta de Capital: basado en regulaciones sobre el endeudamiento *offshore* por parte de las instituciones financieras domésticas así como de las entidades no financieras, sistemas de tasa de cambio múltiples y controles a las salidas de capitales.

Sistema bancario doméstico: basado en regulaciones sobre tasas de interés (activas y pasivas), asignación del crédito, depósitos en moneda extranjera y el nivel de encajes.

Mercado de acciones doméstico: basado en las regulaciones para la adquisición de acciones en el mercado local por parte de extranjeros (entradas de capitales), repatriación de capital, intereses y dividendos (salidas de capitales).

Para evaluar la liberalización en las cuentas de capital se considera como una restricción extrema la prohibición a pedir préstamos en el exterior y una restricción media el restringir el tiempo mínimo de maduración en entradas de capital. Cuando existen controles sobre las tasas de interés se considera que el sistema financiero local no esta liberalizado.

A diferencia de otros índices de liberalización financiera, el índice de Kaminsky y Schmukler no sólo incluye episodios de mayor liberalización, sino episodios donde se incrementaron las restricciones en el sistema financiero tanto en países desarrollados como en vía de desarrollo. En el caso de la liberalización del sistema financiero doméstico es interesante que Colombia aparece desde comienzos de los años ochenta como un país con un

---

130 Eichengreen (2001), Rodrik (1998), Quinn (1997), Bekaert, Harvey y Lundblad (2002).

elevado nivel de liberalización, excepción hecha del periodo entre enero y junio de 1986, cuando las autoridades introdujeron controles temporales a las tasas de interés tanto de captación como de colocación, lo que de acuerdo a la metodología propuesta corresponde a un sector financiero no liberalizado. En el caso de la liberalización de la cuenta de capital ocurre todo lo contrario. Colombia aparece durante la mayor parte del periodo como un país altamente cerrado, con un nivel intermedio desde 1991. Solo desde mediados de 1998 consideran los autores que existe una amplia libertad a los movimientos de capital. Por su parte, el índice de liberalización del mercado bursátil indica que Colombia tiene uno de los mercados accionarios más cerrados a nivel internacional.

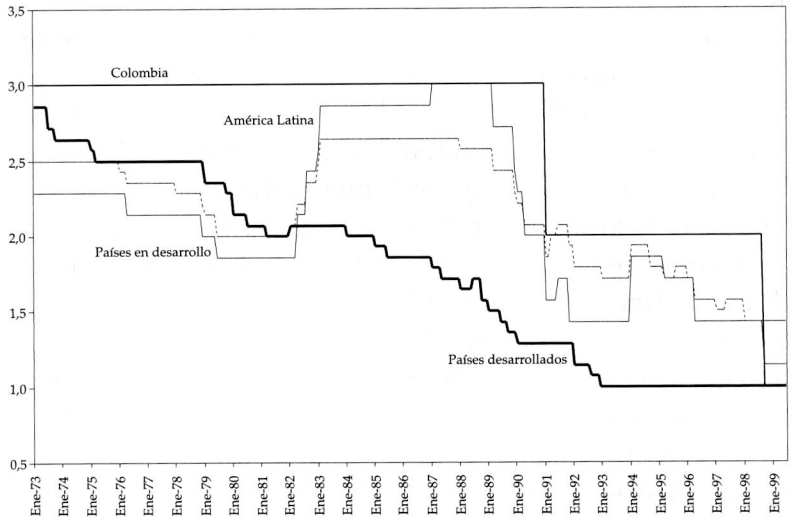
Finalmente, Kaminsky y Schmukler (2002) construyen un índice compuesto que resume las tres áreas de la liberalización financiera. Se identifican tres regímenes: i) totalmente liberalizado, cuando al menos dos sectores son considerados totalmente liberalizados y el tercero es parcialmente liberalizado; ii) parcialmente liberalizado, cuando al menos dos sectores se consideran parcialmente liberalizados; y iii) reprimido en los otros casos. Llama la atención que en el grado de liberalización financiera de Colombia aparece por debajo de los promedios de países en desarrollo y de América Latina (Gráfico 22, en una escala que va de 1 (mayor liberalización) a 3 (menor liberalización)).

Galindo, Micco y Ordoñez (2002) analizan la relación entre este índice y el crecimiento económico en un panel con información sobre producto sectorial para 27 países durante el período 1960-1999. Los resultados indican que existe una fuerte relación positiva entre el grado de liberalización financiera y el crecimiento anual del valor agregado sectorial. Esta relación es atribuible al componente doméstico de la liberalización, ya que cuando se separa el componente del índice de liberalización asociado a la cuenta de capitales su impacto es insignificante.

También existe una relación positiva entre el grado de liberalización y la profundidad del sector financiero (especialmente cuando se mide como crédito doméstico sobre PIB) Sin embargo, los resultados son menos sólidos cuando se utilizan solo los datos latinoamericanos.

Por su parte, Francois y Schuknecht (1999) utilizan como indicador de competencia la participación de los tres bancos más grandes en el total de activos del sistema bancario doméstico. Tal y como se aprecia en el Gráfico 23, Colombia aparece como un caso de baja concentración (49%), compara-

Gráfico 22. Índice de liberalización financiera 1973-1998



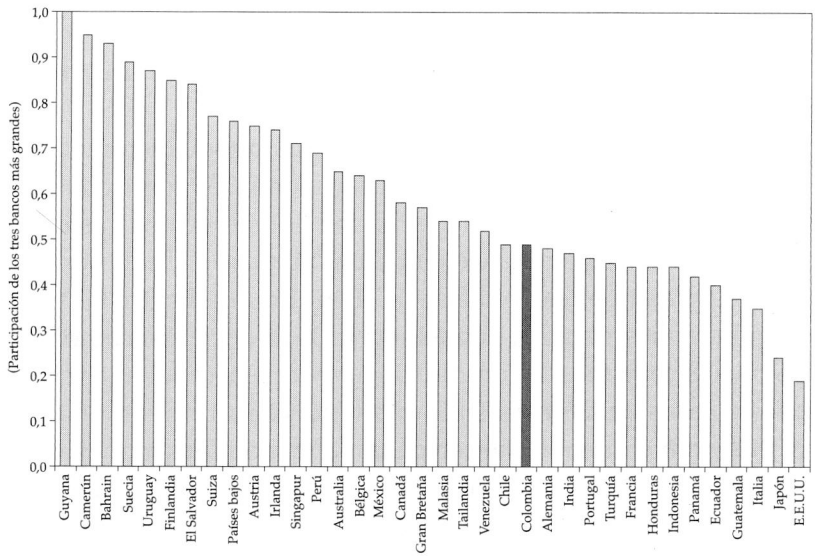
Fuente: Kaminsky y Schmukler (2002).

ble con el nivel de Alemania. Como indicador de apertura utilizan el arancel equivalente para comercio en servicios financieros, basado en los compromisos GATS dentro de la OMC (Hoekman, 1995). Otro indicador es el grado de apertura del mercado bursátil, medido en una escala de 1 a 5. La conclusión del trabajo es que mayor apertura conduce a mayor competencia y que esta, a su vez, genera mayor crecimiento.

Por último, Mattoo *et al.* (2001) construyen índices de apertura para los servicios financieros a partir de variables de política y no de resultados. En particular utilizan los compromisos de GATS y los combinan con el índice de controles de capital compilado por Dailami (2000). El índice construido fluctúa en un rango entre 1 (menor apertura) y 8 (mayor apertura). Colombia aparece catalogado con un valor de 3, uno de los menores en la muestra de 75 países[131]. Al utilizar el índice ajustado como variable explicativa en una regresión estándar, encuentran que a mayor apertura financiera mayor crecimiento.

En conclusión, la literatura empírica favorece la existencia de una relación positiva entre liberalización y crecimiento. Sin embargo, llama la atención el resultado del trabajo de Galindo *et al.* (2002) en el que la liberación

Gráfico 23. Índice de concentración bancaria



Fuente: Francois y Schuknecht (1999) . Se muestran algunos países seleccionados.

financiera doméstica (separando el efecto de la apertura de la cuenta de capitales) solo incide sobre la profundidad del sector financiero (crédito/ PIB) cuando va acompañada de un sistema efectivo de protección de los derechos de los acreedores o cuando se trata de un país con una tradición legal anglosajona. Más aun, según los autores sólo en estos casos la liberalización financiera tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico.

4. Efectos sobre el grado de dolarización

Durante décadas las autoridades colombianas han tratado de evitar la dolarización de la economía para preservar la capacidad de adoptar una

---

131 Sin embargo, ellos mismos anotan que la clasificación basada en los acuerdos del GATS presenta ciertas distorsiones. Brasil (1), Indonesia (2), Tailandia (1) y Colombia (3) aparecen catalogados como países con baja liberalización. Estos países tienen bajas tasas de concentración bancaria y alta participación de bancos extranjeros en el total de número de bancos. Para corregir esta situación, Mattoo et al. (2001) construyen un índice ajustado que le asigna más puntos a aquellos países que presentan una concentración bancaria baja y una participación relativamente alta de bancos extranjeros en el total de bancos (según los datos reportados en Beck, Demirguc-Kunt y Levine, 2003).

política monetaria independiente y reducir la vulnerabilidad del sistema financiero. A raíz de las negociaciones comerciales en el campo de servicios financieros se hace necesario evaluar su impacto sobre el grado de dolarización de la economía o, puesto de otra forma, sobre el uso de moneda doméstica.

La liberalización de los servicios financieros puede incrementar, colateralmente, el grado de dolarización de la economía. Si, como consecuencia de las negociaciones, se establece la posibilidad de tener en una misma entidad cuentas en pesos en Colombia y cuentas en dólares en el exterior se puede facilitar el movimiento de capitales y la sustituibilidad entre las monedas. Este principio aplica para los demás servicios financieros, como los seguros, en los cuales los pagos de contribuciones y beneficios se hagan en dólares.

En estas circunstancias es posible que se genere un mayor inflexibilidad de la tasa de cambio (menor margen para realizar política monetaria), dado que el mayor acceso al endeudamiento externo aumenta el grado de sensibilidad a movimientos cambiarios, lo cual implícitamente genera un temor a dejar fluctuar la moneda (*fear of floating*). Esto puede generar condiciones bajo las cuales la autoridad monetaria interviene para evitar una devaluación, en detrimento de los sectores exportadores.

En muchos países de la región los residentes pagan los bienes y servicios tanto en la moneda doméstica como dólares (lo que se conoce como dolarización real). Ecuador y El Salvador decidieron adoptar una dolarización plena (todas las transacciones financieras y los pagos se hacen en dólares y el banco central no emite moneda doméstica). En el otro extremo están países como Colombia, en los que la gran mayoría de las transacciones se hacen en moneda nacional. Esto es el resultado decisiones de política deliberadas, que restringen las transacciones financieras en dólares para evitar aumentar riesgos de liquidez e insolvencia en el sistema financiero. Los riesgos de liquidez son evidentes. Normalmente los encajes son insuficientes para proteger el sistema en caso de retiros masivos (que pueden ser desencadenados por múltiples factores) y el banco central no puede emitir moneda extranjera (muy pocos bancos centrales tienen un nivel de reservas equivalente a los depósitos en moneda extranjera). Adicionalmente los riesgos de crédito se acentúan cuando se presta en moneda extranjera a los sectores no transables.

En Colombia están prohibidos los créditos en moneda extranjera (excepto para *onlending*), así como los depósitos en moneda extranjera por parte

de los residentes. Además, la posición en moneda extranjera de los bancos locales (como porcentaje del capital) ha sido una de las más bajas de la región. La utilización de instrumentos indexados a la inflación, si bien ha tenido un alcance parcial en Colombia, ha servido para limitar el grado de dolarización.

La estructura del sistema bancario también ha influenciado el grado de dolarización (Catao y Terrones 2000). Cuando las grandes firmas tienen acceso a créditos en el exterior, los bancos nacionales les prestan en moneda extranjera para mantener la clientela. Esto los obliga a recibir depósitos también denominados en moneda extranjera. Esta mayor dolarización se traduce en regímenes cambiarios inflexibles, que a la postre se tornan insostenibles. Las dolarizaciones también se vuelven irreversibles por los costos asociados al cambio de régimen. En suma, dada la persistencia de la dolarización, los países con un volumen importante de depósitos denominados en moneda extranjera han enfrentado grandes riesgos a la estabilidad financiera y han visto limitada la posibilidad de conducir una política monetaria independiente.

Adicionalmente, Levy-Yeyati (2003) muestra como los países más dolarizados no han tenido mejores resultados en materia de intermediación financiera y crecimiento económico. Una serie de trabajos recientes han abordado las diferentes estrategias posibles para lograr la des-dolarización de las economías[132]. La conclusión de esta literatura es que reversar un proceso de dolarización es difícil y costoso.

5. Efectos sobre los movimientos de capitales

No cabe duda que una mayor liberalización de los servicios financieros tiende, a través de diferentes mecanismos, a aumentar el grado de movilidad de capitales. Si bien, en el largo plazo, los efectos sobre la economía son favorables, la mayor volatilidad de capitales puede generar dificultades en el manejo macroeconómico de corto plazo por varias razones. En primer lugar, al aumentar la magnitud y volatilidad de los flujos de capital se hace más inestable la tasa de cambio. Si este es un resultado que se desea evitar, el banco central debe estar dispuesto a intervenir, lo cual a su vez crea difi-

[132] Chang y Velasco (2003), Ize y Powell (2003), y de la Torre y Schmukler (2003).

cultades en el manejo monetario. Si, a su vez, se desea evitar efectos sobre la base monetaria, el banco central puede optar por esterilizar dichas intervenciones, lo cual es costoso y, en gran medida, ineficaz. En segundo lugar, es difícil evitar que los movimientos de capitales no sean amplificados por el sector financiero local, pese a la existencia de una regulación prudencial que cumpla con los estándares de Basilea.

Por ello, es necesario que la autoridad monetaria conserve facultades y discrecionalidad para restringir los movimientos de capitales. Sin embargo, dichas facultades van en contravía de los mismos postulados de un tratado de libre comercio. Como lo anotan Hilaire y Yang (2003), la nueva generación de tratados firmados por Estados Unidos incluye algunos acuerdos en materia de movimientos de capitales, que de incumplirse acarrean sanciones comerciales. Por ejemplo, en el caso de los acuerdos Chile-E.U. y E.U.-Singapur, se establecen límites y penalidades a cualquier restricción a las transferencias de capital. De hecho, si las restricciones a las transferencias de capital impiden sustancialmente transferencias a compañías de Estados Unidos, se estiman los daños generados desde la fecha de adopción de la medida. Si las restricciones duran más de doce meses, puede exigirse que compense a los inversionistas por las pérdidas en valor de los activos a partir del segundo año. Por supuesto, este tipo de sanciones restringen los grados de libertad en el manejo de la política macroeconómica.

6. Conclusiones

La liberalización comercial en servicios financieros puede conducir a un mayor grado de dolarización y de movimientos de capital, especialmente cuando se trata de comercio transfronterizo. Por ello, es preferible que la liberalización incremente la presencia comercial local de proveedores extranjeros, que deben realizar inversiones para obtener las licencias de operación, al tiempo que se someten al marco regulatorio de los demás proveedores locales. No es conveniente que el acuerdo restringa el margen de maniobra de las autoridades para mitigar los movimientos de capitales, especialmente cuando se trata de flujos de corto plazo.

El objetivo buscado en la negociación de un TLC en el campo de los servicios financieros debe ser incrementar los estándares de calidad y eficiencia de los servicios prestados por el sector financiero, sin sacrificar herramientas potencialmente útiles para la estabilización macroeconómica. Esto

se diferencia de la experiencia de México que utilizó el TLC para complementar los programas de rescate bancario y de Centroamérica, que buscó incrementar la inversión extranjera y aumentar la presencia de instituciones locales en el mercado estadounidense, con el fin de tener mayores posibilidades de canalización de las transferencias que sus nacionales efectúan desde Estados Unidos[133].

Por último, este capítulo no ha analizado el tipo de intervención estatal existente en el sector financiero colombiano, aparte del ejercicio de las tareas de regulación y supervisión. En particular, la existencia de gravámenes a los movimientos financieros, inversiones forzosas para financiar el sector agropecuario a través de Finagro, la presencia de intermediaros financieros de carácter público y la existencia de controles a las tasas de interés (como en el sector hipotecario), son aspectos potencialmente abordables en una negociación comercial. Los efectos de estas prácticas sobre la competitividad del sector se discutieron en el Capítulo 2 de este estudio.

---

[133] Según Melvin Redondo, jefe de negociadores de Honduras, "para los bancos hondureños el tratado es una buena oportunidad de abrir oficinas de representación en poblaciones donde hay numerosos ciudadanos de nuestro país, como es el caso de Nueva Orleáns, Louisiana".

Referencias bibliográficas

AIOS (2003), "La Capitalización Individual en los Sistemas Previsionales de América Latina: Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, México, Nicaragua, Perú, República Dominicana y Uruguay", documento de trabajo.

Arbeláez, M.A., M.L. Guerra y C. Latorre (2004), "El sector asegurador en Colombia y Estados Unidos: Análisis Comparativo", Fedesarrollo, mimeo, marzo.

Arbeláez, M.A. y S. Zuluaga (2001), "Las aseguradoras y el régimen de inversión", *Cuadernos de Fedesarrollo*, número 7.

Arbeláez, M.A., A.M. Velasco y S. Zuluaga (2001), "Impacto de corto y largo plazo del régimen de inversión de las aseguradoras colombianas", en *Coyuntura Económica*, vol.XXXI, no.3-4, septiembre-diciembre.

Asofondos (2002), "Las comisiones de las AFP", Boletín No. 029, 31 de julio.

Atje, R., y B. Jovanovic (1993), "Stock Markets and Development", *European Economic Review*, 37:2-3, pgs.632-640.

Badel, A. (2002),"Sistema Bancario Colombiano: ¿Somos eficientes a nivel internacional?", *Archivos de Macroeconomía*, DNP, 190.

Bagehot, W. (1873), 1873, Lombard Street, Homewood, IL: Richard D. Irwin 1962.

Banco de la República (2003), "Análisis de los Capítulos de Servicios Financieros e Inversión del Tratado de Libre Comercio Chile Estados Unidos" y el Anexo "Sucursales", mimeo, Banco de la República, Bogotá.

Banco Mundial (2002), *Global Economic Prospects 2003*, Banco Mundial, Washington, D.C.

Banco Mundial, (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries. The Road to Financial Integration*, Oxford University Press.

Barajas, A., R. Steiner, y N. Salazar (2000), "The Impact of Liberalization and Foreign Investmente in Colombia´s Financial Sector, *Journal of Development Economics*, vol.23, pgs. 157-196.

Barth, J. G. Caprio y R. Levine (2001), "The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database", Banco Mundial, Washington, D.C.

Beck, T. y R. Levine (2002), "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence", *NBER Working Paper* 9082, julio.

Bekaert, G., C. Harvey y C. Lundblad (2001), "Does Financial Liberalization Spur Growth?", mimeo, Columbia Business School, Duke University and Indiana University, abril.

Bernal O., y S. Herrera (1983), "Producción, Costos y Economías de Escala en el Sistema Bancario Colombiano", *Ensayos Sobre Política Económica*, Banco de la República, Bogotá.

BID (2001), "Mercado Financieros para el Crecimiento Empresarial", en *Competitividad, El Motor del Crecimiento*, Informe 2001 sobre el Progreso Económico y Social de América Latina, Washington, D.C.

Calvo, Guillermo A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market- Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, 1 (November 1998), 35-54.

Canales-Krijlenko, Jorge Iván, P. Khandelwal y A. Lehmann (2003), "Financial Integration in Central America: Prospects and Adjustment Needs", *IMF Policy Discussion Paper*, PDP/03/03, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Catao, L. y M. Terrones (2001), "Determinants of Dollarization: The Banking Side", IMF *Working Paper*, WP/00/146, agosto.

Chang, R. y A. Velasco (2003), "Endogenous Dollarization and Monetary Policy", Prepared for the conference on "Financial Dedollarization: Policy Options," organized by the Inter-American Development Bank, December 1 and 2, 2003, Mimeo.

Claessens, S., Glaessner, T, y M. Jansen (1998a), "Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries", Kluwer Academic Press.

Claessens, S., Glaessner, T, y M. Jansen (1998b), "Internationalization of Financial Services in Asia", mimeo, Banco Mundial, Washington, D.C.

Curtis y D. Ciuriak, eds. *Trade Policy Research 2002*, Government of Canada, pp. 107-218.

Dailami, M. (2000), "Financial Openness, Democracy, and Redistributive Policy," *Working Papers*, Domestic Finance, Saving, Financial System, Stock Markets 2372, World Bank.

Das, U.S., N. Davies y R .Podpiera (2003), "Insurance and Issues in Financial Soundness", *IMF Working Paper*, no.138, julio.

De la Torre, A. E. y S. Schmukler (2003), "Coping with Risk Through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies" World Bank, Prepared for "Financial Dedollarization: Policy Options", Banco Interamericano de Desarrollo, diciembre.

Demirguc-Kunt, A., y V. Maksimovic (1998), "Law, Finance, and Firm Growth," *Journal of Finance*, 53:6, pp. 2107-2137.

Devesa, J y C. Vidal. "The Reformed Pension Systems in Latin America", *Social Protection Discussion Paper Series*, World Bank, no.0209.

Eichengreen, Barry (2001), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", *World Bank Economic Review*, 0258-6770.

Fasecolda (2003a), "El sector asegurador frente a las negociaciones del ALCA y la OMC", Carta del Presidente Ejecutivo de Fasecolda al Ministro de Comercio, Industria y Turismo, 25 de abril.

_____ (2003b), "Informe sobre el desempeño del sector asegurador colombiano durante el año 2002", mimeo.

_____ (2003c), "Liberalización del sector asegurador colombiano", noviembre, mimeo.

Ferrufino, A. (1991), "Reestimación y Ampliación de la Evidencia Sobre Economías de Escala en el Sistema Financiero Colombiano", *Ensayos Sobre Política Económica*, 19.

Fondo Monetario Internacional (2003), "Developments in the Doha Round and Selected Activities of Interest to the Fund", abril.

Francois, J. y L. Schuknecht (1999), "Trade in Financial Services: Procompetitive Effects and Growth Performance", CEPR *Discussion Paper*, no.2144, mayo.

Galindo, A., A. Micco y G. Ordóñez (2002), "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence", paper presented at the joint conference between the World Bank and George Washington University on Financial Globalization: A Blessing or A Curse? held on May 30-31, 2002, in Washington DC.

Galindo, A., A. Micco y C. Serra (2002), "Better the Devil that You Know: Evidence on Entry Costs Faced by Foreign Banks", Mimeo, Research Department, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C.

Gaviria, A. (2004), "Visa USA: fortunas y extravíos de los emigrantes colombianos en Estados Unidos", Documento CEDE no.17, marzo.

Glen, J (1994), "An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets", *Discussion Paper* No. 24, International Financial Corporation.

Goldsmith, R. (1969), "Financial Structure and Development", Yale University Press, New Haven.

Harms, P., A. Mattoo, L. Schuknecht (2003), "Explaining Liberalization Commitments in Financial Services Trade", *World Bank Policy Research Working Paper*, no.2999, marzo.

Hilaire, A. y Y.Yang (2003), "The U.S. and the New Regionalism/Bilateralism," IMF *Working Paper*, no. WP/03/206, diciembre.

Hindley, B., y A. Smith (1984), "Comparative Advantage and Trade in Services", *The World Economy*, 7, pp. 369-390.

Hindley, B. (2000), "Internationalization of Financial Services: A Trade Policy Perspective", mimeo, brianhindley@lineone.net.

Hoekman, B. y C. P. Braga (1997), "Protection and Trade in Services: A Survey", *Open Economies Review*, no.8, pgs.285-308.

Hoekman, B, A. Mattoo y P. English (2002), *Development, Trade and the* WTO: *A Handbook*, Banco Mundial, Washington, D.C., primera edición, junio.

Hoekman, B.M. (1995), "Trade Laws and Institutions. Good Practices and the WTO", *Discussion Papers from World Bank.*

Ize, A. y A. Powell (2003), "Prudential Issues and Financial Dedollarization", presented at the conference "Financial Dedollarization," Banco Interamericano de Desarrollo, octubre.

Janna, M. (2003), "Eficiencia en costos, cambios en las condiciones generales del mercado y crisis en la banca colombiana: 1992-2002", *Borradores de Economía*, Banco de la República.

Kalijaran, K., G. McGuiere, D. Nguyen-Hong y M. Shuele (2001), "The Price Impact of Restrictions on Banking Services", en Findlay, C. y T.Warren eds., *Impediments to Trade in Services: Measurement and Policy Implications*, Routledge, Nueva York.

Kaminsky, G., y S. Schmukler (2002), "Short-Run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization," *World Bank Working Paper* 2912.

Key, S.J. (2003), *The Doha Round and Financial Services*, The American Enterprise Institute Press, Washington, D.C.

King, R.G. y R. Levine (1993), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, vol.32, no.3, pgs.513-42, diciembre.

King, R. G., y R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108:3, pp. 717-37.

Kyle, A. (1984), "Market Structure, Information, Futures Markets and Price Formation", en Smitz, A. y A.Sarris (eds.), *International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation, Market Structure and Price Instability*, Westview Replica Editions y London Westview Press.

Lehmann, A., N. Tamirisa y J. Wieczorek (2002), "International Trade In Services: Implications for the IMF", *IMF Policy Discussion Paper*, PDP/03/06, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Levine, R., N. Loayza, T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," *Journal of Monetary Economics*, 46:1, pp. 31-77.

Levine, R. y S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88:3, pp. 537-558.

Levine, R. y S. Zervos (1998), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development», *World Development*, Vol. 26 N° 7.

Levine, R. y S. Zervos (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth", *The World Bank Economic Review*, vol. 10 N° 2.

Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, vol.35, no.2, pgs.688-726, junio.

Lora E. y N. Salazar (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.

Love, I. (2001), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model". *Working Paper*, no. 2694, Banco Mundial, Washington, D.C.

Mattoo, A., R. Rathindran y A. Subramanian (2001), "Measuring Service Trade Liberalization and its Impact on Economic Growth", *Policy Research Working Paper*, no.2655, Banco Mundial, agosto.

Mesa-Lago, C. (2002), "Reassessing Pension Reform in Chile and Other Countries In Latin America", Mimeo, Asian Development Bank.

Montañez, E.M., R.A. Forero, C. Reyes del Toro y J.A. Saza (2003), "Sucursales de Entidades Financieras del Exterior: Experiencias Internacionales y Situación en Colombia", *Apuntes de Banca & Finanzas*, Asobancaria, no.8, Bogotá, diciembre.

OCDE (1999), "Cross-Border Trade in Financial Services: Economics and Regulation". *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies*, OCDE Secretariat, Insurance and Private Pensions Unit, Book 1, Part 1:6)c.

OEA, BID y CEPAL (2003), "Diccionario de Términos de Comercio", mimeo, noviembre.

OMC (2003), "Examen de Política Comercial de Estados Unidos", documento WT/TPR/S/126, borrador para comentarios de los países miembros.

ONU, Comisión Europea, FMI, OCDE, UNCTAD y OMC (2002), "Manual on Statistics in International Trade in Services", Departamento Económico y de Asuntos Sociales de Naciones Unidas, Serie M, no.86.

Provencio, M. (2003), "Redes de Seguridad Financiera en el Contexto del TLCAN: en dónde quedó la discusión y hacia dónde debemos apuntar", documento Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., septiembre.

Quinn, S. (1997), "Goldsmith-Banking: Mutual Acceptance and Interbanker Clearing in Restoration London" *Exploration in Economic History*, octubre.

Rajan, R. y R. Sen, (2003), "Liberalization of International Trade in Financial Services in Southeast Asia: Indonesia, Malaysia, Philippines and Thailand", *CIES Discussion Paper*, 1217.

Rajan, R., y L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88:3, pgs. 559-586.

Revista Sigma (2003), "El seguro mundial en 2002: elevado crecimiento de primas en el seguro de no-vida", Swiss Re, no.8, Zurich, Suiza. www.swissre.com/sigma

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

Salomon Smith Barney (2001), "Foreign Financial Institutions in Latin America", documento de trabajo.

Schmukler, S. (2003), "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries", Mimeo, World Bank- Developmet Research Group, diciembre.

Schumpeter, J. A. (1912), "Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung," Leipzig: Dunker & Humblot (*The Theory of Economic Development*, translated by Redvers Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934).

Skipper, H.D., C.V.Starr y J.M.Robinson (2002), "Liberalisation of Insurance Markets: Issues and Concerns", *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies*, OECD Secretariat, Insurance and Private Pensions Unit, Book 1, Part 1:6)b.

Skipper, H.D. (2001), *Insurance in the General Agreement on Trade in Services*, AEI Studies on Services Trade Liberalization, The American Enterprise Institute Press, Washington, D.C.

Steil, B. (Ed.) (1996), *The European Equity Market: The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, The Royal Institute for International Affairs.

Suescún R. (1987), "Nueva Evidencia sobre Economías de Escala en la Banca Colombiana", *Ensayos sobre Política Económica*, no.12.

Superbancaria (2004), "Informe sobre sector asegurador Diciembre 2003", Dirección Técnica Subdirección de Análisis Financiero y Estadística, www.superbancaria.gov.co

Tamirisa, N., P. Sorsa y G. Bannister (2000), "Trade Policy in Financial Services," IMF *Working Paper*, no. WP/00/31.

U.S. Census Bureau (2001), "La población hispana, información del censo 2000", *Census 2000 Briefs Series*, Departamento de Comercio de Estados Unidos, Administración Económica y de Estadísticas, documento C2KBR-/01-3SP, julio.

USTR (2003), "National Trade Estimate Report on Foreign Trade Barriers", disponible en www.ustr.gov/reports/nte/2003/index.htm

Whitehouse, E. (1999), "The Tax Treatment of Funded Pensions", *Axia Economicas*, documento de trabajo.

Whalley, J. (2003), "Assessing the Benefits for Developing Countries of Liberalization in Services Trade", NBER *Working Paper Series*, no. 10181, diciembre.

Zahler, R. (2003), "Metodología para las negociaciones en el área de servicios financieros", mimeo, mayo.

La negociación en curso para suscribir un Tratado de Libre Comercio (tlc) entre Colombia y Estados Unidos incluye la estructuración de un capítulo sobre *Servicios Financieros,* que definirá las disciplinas que gobernarán el intercambio de esos servicios entre las Partes. Con el objeto de colaborar en la preparación del sector financiero colombiano para enfrentar con éxito este reto, en primer término este trabajo analiza los temas objeto de negociación en servicios financieros, identifica las materias que han hecho parte de los capítulos financieros negociados por Estados Unidos con otros países y señala los principales intereses de ese país en cuanto a servicios financieros en un tlc.En segunda instancia, el estudio realiza un diagnóstico de la competitividad relativa de cuatro subsectores financieros de Colombia, en comparación con Estados Unidos, para formular recomendaciones de negociación sobre las diversas modalidades de prestación de servicios. Los segmentos financieros analizados son: i) los intermediarios financieros; ii) el sector asegurador; iii) los fondos privados de pensiones; y iv) el mercado de valores, capitales y carteras colectivas.Por último, el trabajo evalúa los efectos macroeconómicos de las negociaciones comerciales en materia de servicios financieros, en particular los efectos sobre el crecimiento económico, la cuenta de capitales de la balanza de pagos y la dolarización de la economía.

FEDESARROLLO

ANIF