

**DISEÑO INTEGRAL DE PROCESOS PARA LA ADMINISTRACION DE INVERSIONES  
FINANCIERAS EN CAPRUIS**

**GONZALO GOMEZ PATIÑO  
LUIS ERNESTO TELLEZ  
DANNY A. CRUZ**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE CIENCIAS FISICO-MECANICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
ESPECIALIZACION EN ALTA GERENCIA  
BUCARAMANGA  
2005**

**DISEÑO INTEGRAL DE PROCESOS PARA LA ADMINISTRACION DE INVERSIONES  
FINANCIERAS DE CAPRUIS**

**GONZALO GOMEZ PATIÑO  
LUIS ERNESTO TELLEZ  
DANNY A. CRUZ**

**Directora: Dra. OLGA PATRICIA CHACÓN ARIAS**

**Presentado ante: EL COMITÉ  
DE PROYECTOS DE GRADO**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE CIENCIAS FISICO-MECANICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
ESPECIALIZACION EN ALTA GERENCIA  
BUCARAMANGA  
2005**



- DEDICATORIA -

*A Claudia, mi señora, Juan Felipe,  
Julián Andrés, Camilo Ernesto mis  
estímulos.*

*Luis Ernesto*

*A mis viejos, que desde la distancia y  
con su lucha diaria inspiran mis  
sueños de superación.*

*Danny A.*

*A mis mujeres... Anita, Menita y  
Clarita, alegría y esperanza en mi  
jornada.*

*Gonzalo*

*Bucaramanga-COL., Septiembre de 2005.*

## **Título: DISEÑO INTEGRAL DE PROCESOS PARA LA ADMINISTRACION DE INVERSIONES FINANCIERAS EN CAPRUIS<sup>1</sup>**

**Autores <sup>\*\*</sup> :**

**GONZALO GOMEZ PATIÑO  
LUIS ERNESTO TELLEZ MOSQUERA  
DANNY ALEXANDER CRUZ PLATA**

### **Palabras Claves:**

CAPRUIS, Sistema Universitario de Seguridad Social en Salud, Portafolio de Inversiones, Administración del Riesgo, Excedentes Financieros, Normatividad Legal, Coyuntura Económica, Manual de Políticas y Procedimientos

### **RESUMEN**

La Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander -CAPRUIS- como entidad perteneciente al sistema universitario de seguridad social en salud, asume por analogía legal las funciones de una Entidad Promotora de Salud.

CAPRUIS genera excedentes financieros para un portafolio de Inversiones, proceso que adolecía de Políticas y Procedimientos formales, conllevando a que se hayan asumido altos costos de oportunidad por concepto de los riesgos crecientes que se enfrentan en la normal gestión de activos financieros y, a si mismo, por la falta de dinamismo en la toma de decisiones ante los cambios del mercado.

Dentro del área financiera de toda organización, reviste singular importancia el proceso de toma de decisiones de inversión; actividad que se reconoce como neurálgica para el normal desarrollo del objeto social de la misma; hecho que unido a la importancia social de la tarea que desarrolla "CAPRUIS", y al peso que ejerce en su patrimonio los activos de naturaleza financiera, es clara la pertinencia del tema objeto de este estudio.

Para el desarrollo de esta Monografía, se revisaron las bases conceptuales para una acertada toma de decisiones en la administración de un portafolio de inversiones; entre estas se destacan: las particulares características de la entidad, la observancia de la normatividad que la regula y los sistemas de valoración de los portafolios de inversión. Igualmente, cuentan con especial preeminencia los temas relacionados con el mercado financiero, los riesgos en las inversiones y, los sistemas de calificación y control.

Como producto de esta actividad, se desarrolló un manual que integra los elementos rectores del proceso de inversión: Principios, Objetivos, Políticas, Estrategias y Procedimientos, que ha de seguir la Entidad en la administración de sus recursos financieros, con el ánimo minimizar los riesgos propios de este tipo de actividad y maximizar los beneficios obtenidos.

---

<sup>1</sup> Trabajo de Grado

<sup>\*\*</sup> Facultad de Ingenierías Físico-Mecánicas, Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, Postgrado en Alta Gerencia. Director: Ing. Olga Patricia Cachón Arias.

**Title: INTEGRAL DESIGN OF A PROCESS TO THE MANAGEMENT OF CAPRUIS INVESTMENT FUNDS<sup>2</sup>**

**Authors<sup>\*\*</sup>:**

**GONZALO GOMEZ PATIÑO  
LUIS ERNESTO TELLEZ MOSQUERA  
DANNY ALEXANDER CRUZ PLATA**

**Key Words:**

CAPRUIS, University Social Security System, Portfolio Operations Investment, Risk Management, Financial Profits, Regulations, Economical Moment, Politics An Process Manual.

**ABSTRACT**

The Caja de Prevision Social from Universidad Industrial de Santander- CAPRUIS, is an organization that belongs to university social security system, which foundation purpose is to assume by legal analogy all the functions of any regular Promoting Health Care Entity.

CAPRUIS generates financial profits as a result of its normal portfolio operations. These financial performances are not currently regulated by any formal procedures. This circumstance has implied high opportunity costs because of the always increasing risk to face over these assets management. Likewise, it is missing a diligent capacity to make and take decisions in a timely fashion according to market movements.

Inside of the financial area of every organization, it is given a singular importance to a well-designed investment plan, according to multiple objectives and the mission of the entity. This absence is crucial knowing in advance the social activity of CAPRUIS and the percentage and nature of the financial assets in its balance. This assignment therefore emphasizes mainly the design and implementation of and information management system which would give support to decision makers in CAPRUIS Investment Area

For Developing this Monographic we carefully review all conceptual basis held during the current portfolio administration. We included particular characteristics of the organization and the actual regulations and value systems available. We considered topics related with the financial market and different investment risks, evaluation and control systems implanted so far.

As a product of this activity, it was developed a manual which integrates driver elements in the investment procedure to introduce in the organization. Principles, Objectives, Politics, strategies and procedures to have in mind by the Entity while managing these resources. This will definitely minimize risks associated with the financial activity and will optimize outcomes.

---

<sup>\*</sup> Monography

<sup>\*\*</sup> Physics and Mechanical Engineering Faculty, Industrial and Management Studies School, High Management Post-graduate. Director: Eng. Olga Patricia Cachón Arias.

## TABLA DE CONTENIDO

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>1. DISEÑO INTEGRAL DE PROCESOS PARA LA ADMINISTRACION DE INVERSIONES FINANCIERAS DE CAPRUIS.....</b>	<b>3</b>
1.1 OBJETIVOS .....	3
1.1.1 <i>Objetivo General:</i> .....	3
1.1.2 <i>Objetivos Específicos:</i> .....	3
1.2 ALCANCE.....	3
1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA .....	4
<b>2. MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>6</b>
2.1 EL MERCADO FINANCIERO .....	7
2.1.1 <i>ASPECTOS GENERALES</i> .....	7
2.1.2 <i>VISION INSTITUCIONAL (Quienes Participan)</i> .....	9
2.1.3 <i>VISION FUNCIONAL (Que Hacen)</i> .....	12
2.1.4 <i>VISION INSTRUMENTAL –TIPOS DE INSTRUMENTOS NEGOCIADOS-</i> .....	14
2.1.4.1 INSTRUMENTOS DE PRIMERA GENERACIÓN .....	14
2.1.4.2 INSTRUMENTOS DE SEGUNDA GENERACIÓN .....	18
• CONTRATOS DE FUTUROS FINANCIEROS .....	19
• CONTRATO DE FOWARD.....	19
• CONTRATO DE WARRANT.....	19
• OPERACIONES SWAPS .....	19
• OPERACIONES STRIP TES.....	19
• OPERACIONES CARRUSEL.....	20
• OPERACIONES DE TESORERÍA: RECOMPRAS Y VENTAS CON COMPROMISO DE COMPRA –REPOS- ACTIVOS Y PASIVOS.....	20
2.1.4.3 INSTRUMENTOS DE TERCERA GENERACIÓN.....	21
• OPCIONES .....	21
2.1.4.4 OTRAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN.....	21
• NOTAS ESTRUCTURADAS.....	21
• FONDOS MUTUOS (Mutual Funds) .....	22
• HEDGE FUNDS .....	22
2.2 EL RIESGO Y LAS DECISIONES DE INVERSIÓN.....	23
2.2.1 <i>Clasificación de los Riesgos según los Factores Generadores</i> .....	24
2.2.1.1 Riesgo de precio o de tasa de interés.....	24
2.2.1.2 Riesgo por default o de emisor.....	25
2.2.1.3 Riesgo de inflación o de poder de compra .....	25
2.2.1.4 Riesgos de tasa de cambio o de moneda corriente .....	25
2.2.1.5 Riesgo de reinversión.....	26
2.2.1.6 Riesgo de Liquidez o de Mercabilidad.....	26
2.2.1.7 Riesgos Operacionales: .....	26
2.2.1.8 Riesgos del Entorno: .....	27
• Económico .....	27
• Político .....	27
• Social.....	27
• Riesgo Legal.....	27
• Riesgo Soberano: .....	28
• Riesgo País.....	28
2.2.2 <i>CALIFICACION DE EMISORES Y COMISIONISTAS DE BOLSA</i> .....	28
2.2.2.1 Significado de una Calificación de Riesgo.....	28
2.2.2.2 Factores Fundamentales de una Calificación .....	29
➤ Análisis Cuantitativo.....	29
2.2.3 <i>Tipos de Calificaciones</i> .....	30
2.2.3.1 De bonos corporativos .....	30

2.2.3.2	De bonos de entidades del sector público y territoriales .....	30
2.2.3.3	De riesgo bancario .....	31
2.2.3.4	De contraparte, a empresas de servicios financieros, firmas comisionistas de Bolsa y sociedades fiduciarias .....	31
2.2.3.5	De contraparte, tesorerías especializadas .....	31
2.2.3.6	De compañías de seguros .....	31
2.2.3.7	Fondos de inversión, valores y mutuos administrados por diversos inversionistas institucionales.....	31
2.2.3.8	Calificación de riesgo crediticio de créditos sindicados de instituciones financieras.....	32
2.2.4	<b>CATEGORÍAS DE LA CALIFICACIÓN .....</b>	<b>32</b>
<b>3</b>	<b>MARCO LEGAL .....</b>	<b>37</b>
3.1	<b>NORMATIVIDAD GUBERNAMENTAL: MARCO LEGAL A LA INVERSIÓN.....</b>	<b>38</b>
3.1.1	<i>REVISIÓN DE LA LEY 964 DE JULIO DE 2005.....</i>	<i>38</i>
3.1.2	<i>REVISIÓN DEL ESTATUTO ORGANICO DEL PRESUPUESTO.....</i>	<i>38</i>
3.1.3	<i>REVISIÓN DEL DECRETO 648 DE 2001.....</i>	<i>39</i>
3.1.4	<i>REVISIÓN DE LA LEY 45 DE DICIEMBRE 18 DE 1990: Ley de Reforma Financiera..</i> .....	<i>41</i>
3.1.5	<i>REVISIÓN DE LA RESOLUCIÓN 4444 DE 1995 (PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD PÚBLICA).....</i>	<i>42</i>
3.1.6	<i>REVISIÓN DE LA LEY 23 DE 1995 .....</i>	<i>44</i>
3.1.7	<i>REVISIÓN DE LA LEY 819 DE 2003 .....</i>	<i>44</i>
3.1.8	<i>REVISIÓN DE LA LEY 610 DE 2000 .....</i>	<i>44</i>
3.2	<b>NORMATIVIDAD SECTORIAL.....</b>	<b>45</b>
3.2.1	<i>REVISIÓN DE LA LEY 30 DE DICIEMBRE 28 DE 1992.....</i>	<i>45</i>
3.2.2	<i>REVISIÓN DE LA LEY 647 DE FEBRERO DE 2001: Sistema Universitario de Seguridad Social en Salud.....</i>	<i>45</i>
3.3	<b>NORMATIVIDAD INTERNA .....</b>	<b>46</b>
3.3.1	<i>REVISIÓN DE LOS ESTATUTOS DE CAPRUIS .....</i>	<i>46</i>
3.3.2	<i>REVISIÓN AL ACUERDO 070 DE 1997 DEL CONSEJO SUPERIOR DE LA UNIVERSIDAD.....</i>	<i>46</i>
3.3.3	<i>REVISIÓN AL ACUERDO 024 DE 2001 DEL CONSEJO SUPERIOR –C.S.- DE LA UIS .....</i>	<i>47</i>
3.3.4	<i>REVISIÓN DE LA RESOLUCIÓN 065 DE FEBRERO 7 DE 2002 DE LA RECTORIA DE LA UIS.....</i>	<i>47</i>
3.3.5	<i>REVISIÓN DEL ACUERDO DE JUNTA DIRECTIVA DE CAPRUIS No. 003 de 2002. ....</i>	<i>48</i>
<b>4</b>	<b>COYUNTURA ECONÓMICA Y MERCADO DE VALORES.....</b>	<b>49</b>
4.1	<b>MACROECONOMÍA.....</b>	<b>50</b>
4.1.1	<b>PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA .....</b>	<b>54</b>
4.1.1.1	Producto Interno Bruto –PIB-:.....	54
4.1.1.2	Tasa de Desempleo: .....	58
4.1.1.3	Inflación:.....	59
4.1.1.4	Déficit Fiscal:.....	61
4.1.1.5	Tipos de Interés:.....	63
4.1.1.6	El Mercado de Valores Colombiano .....	66
4.2	<b>REPASO A LAS PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS GLOBALES .....</b>	<b>68</b>
4.2.1	<b>COLOMBIA Y EL CONTEXTO INTERNACIONAL .....</b>	<b>68</b>
4.2.1.1	Generalidades .....	68
4.2.2	<b>ESTADOS UNIDOS .....</b>	<b>69</b>
4.2.3	<b>BRASIL.....</b>	<b>70</b>
4.2.4	<b>VENEZUELA.....</b>	<b>71</b>
4.2.5	<b>OTROS SOCIOS COMERCIALES.....</b>	<b>71</b>
4.2.6	<b>TASA DE CAMBIO:.....</b>	<b>72</b>
4.2.7	<b>COLOMBIA EN EL ENTORNO INTERNACIONAL.....</b>	<b>75</b>

4.3	CONCLUSIONES SOBRE MACROECONOMÍA GLOBAL Y LOCAL.....	79
<b>5.</b>	<b>MARCO INSTITUCIONAL.....</b>	<b>81</b>
5.1	RESEÑA HISTORICA .....	82
5.2	ANTECEDENTES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN .....	83
5.3	ESTRUCTURA DE CAPRUIS .....	84
5.4	DIAGNOSTICO FINANCIERO CAPRUIS.....	85
5.4.1	<i>Balance General.....</i>	85
5.4.1.1	Años 2002 - 2003.....	85
5.4.1.2	Años 2003 – 2004.....	86
5.4.2	<i>Estado de Resultados.....</i>	89
5.4.2.1	Años 2002 – 2003.....	89
5.4.2.2	Años 2003 – 2004.....	90
5.5	ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN CAPRUIS.....	91
5.5.1	<i>Aspectos a Destacar:.....</i>	91
5.5.2	<i>Aspectos a Mejorar:.....</i>	92
5.6	ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN DE CAPRUIS - VALORACION Y EVALUACION DE RIESGOS (2001-2005).....	94
5.6.1	<i>EVOLUCIÓN DEL FONDO COMUN (2001-2005).....</i>	98
5.6.1.1	Año 2001 .....	98
5.6.1.2	Año 2002 .....	99
5.6.1.3	Año 2003 .....	101
5.6.1.4	Año 2004 .....	102
5.6.1.5	Año 2005 .....	103
5.6.2	<i>EVOLUCIÓN DEL FONDO DE RESERVA (2001-2005).....</i>	105
5.6.2.1	Año 2001 .....	105
5.6.2.2	Año 2002 .....	106
5.6.2.3	Año 2003 .....	107
5.6.2.4	Año 2004 .....	108
5.6.2.5	Año 2005 .....	110
<b>6.</b>	<b>MANUAL DE POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS PARA LA ADMINISTRACION DE LAS INVERSIONES EN CAPRUIS .....</b>	<b>111</b>
6.1	OBJETIVOS .....	112
6.1.1	<i>Objetivo General.....</i>	112
6.1.2	<i>Objetivos Específicos .....</i>	112
6.2	PRINCIPIOS .....	112
6.3	POLÍTICAS .....	114
6.3.1	<i>Políticas de Estructuración del Portafolio.....</i>	114
6.3.2	<i>Política de Rentabilidad.....</i>	114
6.3.3	<i>Políticas para la Administración del Riesgo.....</i>	115
6.3.3.1	De Contraparte o de Emisor.....	115
6.3.3.2	Riesgo Operativo .....	115
6.3.3.3	De mercado.....	115
6.3.3.4	De Liquidez .....	116
6.3.4	<i>Políticas de Operación.....</i>	116
6.3.4.1	Políticas de Planeación Financiera.....	116
6.3.4.2	Políticas para el Desarrollo de la Negociación.....	116
6.3.4.3	Políticas para el Manejo y Custodia de los Títulos .....	116
6.3.4.4	Políticas sobre los Participantes y Responsables del Proceso .....	116
6.3.4.5	Políticas sobre la documentación de procesos.....	117
6.3.5	<i>Políticas de Verificación y Control.....</i>	117
6.4	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN.....	117
6.4.1	<i>De Estructuración del Portafolio .....</i>	117
6.4.1.1	Sobre Diversificación: .....	117
6.4.1.2	Sobre Seguridad:.....	118

6.4.1.3	Sobre Tributación: .....	118
6.4.2	<i>De Rentabilidad</i> .....	118
6.4.2.1	Sobre la Rentabilidad:.....	118
6.4.2.2	Sobre las Ofertas: .....	118
6.4.3	<i>De Administración del Riesgo</i> .....	119
6.4.3.1	Riesgo de Contraparte o de Emisor.....	119
6.4.4	<i>Estrategias para el manejo del riesgo de iliquidez</i> .....	119
6.4.4.1	Escalonamiento:.....	119
6.4.5	<i>Estrategias para la administración del riesgo operativo</i> .....	119
6.4.6	<i>Estrategias para la administración del riesgo de mercado</i> .....	120
6.4.7	<i>Estrategias Operativas</i> .....	120
6.4.7.1	Estrategias de Planeación Financiera .....	120
6.4.7.2	Estrategias para el Desarrollo de la Negociación .....	121
6.4.7.3	Estrategias para el Manejo y Custodia de los Títulos.....	121
6.4.7.4	Estrategias sobre los Participantes y Responsables del Proceso.....	121
6.4.7.5	Estrategias para la documentación de procesos.....	121
6.4.8	<i>Estrategias de Verificación y Control</i> .....	122
6.4.8.1	Sobre el pago de las inversiones: .....	122
6.4.8.2	Sobre el acta de negociación: .....	122
6.4.8.3	Sobre la valoración de los activos financieros: .....	123
6.4.8.4	Sobre los informes mensuales:.....	123
6.5	<b>MACROPROCESO Y PROCESOS</b> .....	123
6.5.1	<i>Proceso de Planeación de Inversiones</i> .....	124
6.5.1.1	Análisis del Flujo de Efectivo.....	124
6.5.1.2	Análisis de información del Mercado .....	125
6.5.1.3	Análisis del portafolio actual .....	125
6.5.2	<i>Proceso de Negociación de Valores</i> .....	126
6.5.2.1	Solicitud de Ofertas .....	126
6.5.2.2	Proceso de Valoración de Portafolios de Inversión.....	126
6.5.3	<i>Seguimiento y Control</i> .....	127
6.6	<b>ESTRUCTURA ORGANICA DEL ÁREA DE INVERSIONES DE CAPRUIS</b> .....	128
6.6.1	<i>Junta Directiva</i> .....	128
6.6.2	<i>Comisión Asesora en el Área Financiera</i> .....	129
6.6.3	<i>Comité de Inversión</i> .....	130
6.7	<b>CASOS NO PREVISTOS</b> .....	130
	<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>131</b>
	<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>131</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>135</b>

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1.	DIAGRAMA DE CAUSALIDAD SOBRE PROBLEMAS EN LA GESTIÓN DEL PORTAFOLIO DE CAPRUIS.....	5
FIGURA 2.	VARIACIÓN DE LA OFERTA Y DEMANDA DE FONDOS, SEGÚN LOS TIPOS DE INTERESES.....	53
FIGURA 3.	EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO 1995-2005.....	54
FIGURA 4.	CONSUMO TOTAL, CONSUMO DE LOS HOGARES Y ENCUESTA DE CONSUMO .....	56
FIGURA 5.	IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL.....	56
FIGURA 6.	EXPORTACIONES TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES .....	57
FIGURA 7.	EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO .....	58
FIGURA 8.	VARIACIÓN EN LA CREACIÓN DE EMPLEO .....	59
FIGURA 9.	EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN 1995-2005 .....	59
FIGURA 10.	SUPERÁVIT PROYECTADO CONSOLIDADO -SPC- Y GASTO NACIONAL CONSOLIDADO -GNC-.....	61
FIGURA 11.	EVOLUCIÓN DEL BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO 2004-2015 .....	62
FIGURA 12.	EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS REAL DTF.....	64
FIGURA 13.	TASAS DE INTERÉS REALES POR TIPO DE COLOCACIÓN.....	65
FIGURA 14.	ÍNDICE GLOBAL DE LA BOLSA DE VALORES COLOMBIANA 2004-2005. ....	67
FIGURA 15.	EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL BARRIL DE PETRÓLEO 2002-2005 .....	69
FIGURA 16.	EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERVENCIÓN AMERICANA 2001-2005.....	70
FIGURA 17.	EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO LATINOAMERICANA ENERO-NOVIEMBRE DE 2004 .....	72
FIGURA 18.	EVOLUCIÓN DE TASAS DE CAMBIOS 2002-2005 .....	73
FIGURA 19.	DESARROLLO DE LA TRM 2001-2005.....	74
FIGURA 20.	DEPRECIACIÓN NOMINAL ANUAL 2001-2005.....	74
FIGURA 21.	EVOLUCIÓN DE LAS REMESAS.....	77
FIGURA 22.	VARIACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LATINOAMÉRICA 2004.....	78
FIGURA 23.	COMPARACIÓN ENTRE TRM E IRTES .....	78
FIGURA 24.	ORGANIGRAMA CAPRUIS. ....	84
FIGURA 25.	VARIACIONES EN LA VALORACIÓN DE LOS FONDOS COMÚN Y DE RESERVA 2001-2005 .....	95
FIGURA 26.	VARIACIONES EN LA VALORACIÓN DE LOS FONDOS COMÚN Y DE RESERVA 2001-2005 (PESOS REALES) .....	95
FIGURA 27.	RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE CAPRUIS.....	96

<b>FIGURA 28.</b>	<b>EVOLUCIÓN DEL INDICADOR DURACIÓN 2001-2005.....</b>	<b>97</b>
<b>FIGURA 29.</b>	<b>PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS POR EMISOR 2001..</b>	<b>99</b>
<b>FIGURA 30.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DE LA INVERSIÓN EN EL FONDO COMÚN - 2001 .....</b>	<b>99</b>
<b>FIGURA 31.</b>	<b>CONFORMACIÓN DEL PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS 2002 .....</b>	<b>100</b>
<b>FIGURA 32.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO COMÚN- 2002.....</b>	<b>101</b>
<b>FIGURA 33.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO COMÚN DE LA INVERSIÓN- 2003 .....</b>	<b>102</b>
<b>FIGURA 34.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO COMÚN DE LA INVERSIÓN- 2004 .....</b>	<b>103</b>
<b>FIGURA 35.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO COMÚN DE LA INVERSIÓN- 2005 .....</b>	<b>104</b>
<b>FIGURA 36.</b>	<b>CONFORMACIÓN DEL PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA CAPRUIS 2001 .....</b>	<b>105</b>
<b>FIGURA 37.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO COMÚN DE LA INVERSIÓN- 2001.....</b>	<b>106</b>
<b>FIGURA 38.</b>	<b>CONFORMACIÓN DEL PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA DE CAPRUIS 2002 .....</b>	<b>106</b>
<b>FIGURA 39.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DE LA INVERSIÓN DEL FONDO DE RESERVA - 2002</b>	<b>107</b>
<b>FIGURA 40.</b>	<b>FLUJOS DE CAJA ESPERADOS POR VENCIMIENTOS DEL PORTAFOLIO 2007 .....</b>	<b>108</b>
<b>FIGURA 41.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO DE RESERVA DE LA INVERSIÓN- 2004</b>	<b>109</b>
<b>FIGURA 42.</b>	<b>FLUJO DE CAJA DEL FONDO DE RESERVA DE LA INVERSIÓN- 2005</b>	<b>110</b>

## LISTA DE TABLAS

TABLA 1.	DESCRIPCIÓN DE LA VISIÓN INSTITUCIONAL DEL MERCADO FINANCIERO.....	11
TABLA 2.	DESCRIPCIÓN DE LA VISIÓN FUNCIONAL DEL MERCADO FINANCIERO .....	13
TABLA 3.	DESCRIPCIÓN DE LA VISIÓN INSTRUMENTAL DEL MERCADO FINANCIERO.....	14
TABLA 4.	NIVEL DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO PARA DEUDA A CORTO PLAZO ..	34
TABLA 5.	NIVEL DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO PARA DEUDA A LARGO PLAZO ..	36
TABLA 6.	OPINIONES DE EXPERTOS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	58
TABLA 7.	OPINIÓN DE EXPERTOS SOBRE LA INFLACIÓN.....	60
TABLA 8.	OPINIÓN DE LOS EXPERTOS SOBRE EL DÉFICIT FISCAL.....	62
TABLA 9.	OPINIÓN DE EXPERTOS SOBRE TASA PROMEDIO DE CAPTACIÓN PARA LA MUESTRA DE CDT'S A 90 DÍAS .....	65
TABLA 10.	PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO 2004-2005 PRINCIPALES ECONOMÍAS .....	71
TABLA 11.	VARIACIÓN EN LOS PRECIOS DE LOS COMMODITIES 2002-2004.....	76
TABLA 12.	BALANCE GENERAL AÑOS 2002 – 2003.....	85
TABLA 13.	BALANCE GENERAL AÑOS 2003 – 2004.....	86
TABLA 14.	ESTADO DE RESULTADOS AÑOS 2002 – 2003 .....	89
TABLA 15.	ESTADO DE RESULTADOS AÑOS 2003 – 2004 .....	90
TABLA 16.	PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2001 .....	98
TABLA 17.	PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2002 .....	100
TABLA 18.	PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2003 .....	102
TABLA 19.	PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2004 .....	103
TABLA 20.	PORTAFOLIO DEL FONDO COMÚN DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2005 .....	104
TABLA 21.	PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2001 .....	105
TABLA 22.	PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2002 .....	107
TABLA 23.	PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2003 .....	108

**TABLA 24. PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2004 ..... 109**

**TABLA 25. PORTAFOLIO DEL FONDO DE RESERVA DE CAPRUIS POR TIEMPO DE MADURACIÓN 2005 ..... 110**

## INTRODUCCIÓN

Al reconocer a la empresa con visión sistémica, independientemente de su naturaleza jurídica, es lógico reconocer a cada una de sus áreas funcionales, como ejes de desarrollo y crecimiento, pues, cada una de las cuales responderán a la planeación estratégica de la entidad. Dentro del área financiera, existe un espacio de singular importancia, y es el que dirige sus esfuerzos a la toma de decisiones de inversión; esta área en toda organización, se reconoce neurálgica para el normal desarrollo de la actividad de la misma; si se acepta este hecho como cierto, y se une a la importancia social de la tarea que desarrolla la Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander "CAPRUIS", y al peso que ejerce en su patrimonio los activos de naturaleza financiera, es clara la pertinencia del tema objeto de este estudio, en una entidad que si bien es cierto no reconoce a las inversiones como tareas relacionadas de manera directa con su objeto social, no puede dar la espalda a ellas, pues los recursos comprometidos en los portafolios administrados soportan la salud financiera presente y futura de la caja

Diseñar e implementar un sistema de información gerencial que soportara el proceso de toma decisiones en el área de inversión para CAPRUIS, fue el objetivo que se persiguió, en su concepto original; al avanzar en el propósito, fueron muchos los interrogantes, que habrían de ser resueltos y muchas las tareas que se impusieron como claves; se requerían de metodologías que en estos temas técnicos, reconocieran las particulares características de la entidad, la observancia de la normatividad que regula su actividad y las buenas prácticas que el mercado ofrecía para hacer de la valoración de los portafolios de inversión un ejercicio útil, dotado por así decirlo de ingredientes de realidad.

No podían ser dejados al paso, los procesos que rigen el área financiera en las empresas públicas, pues el sistema propuesto se soportaría en los mismos y habría de ser integrado a ellos en un futuro próximo; es por esto que una de las primeras tareas a realizar habría de ser el levantamiento de los ya existentes en el mercado, la verificación del cumplimiento de los principios pilares en la inversión y la propuesta de nuevos procesos, con fases y responsabilidades claramente establecidas, que se imponían como corolario lógico de un estudio de esta naturaleza.

Coherente con lo anteriormente expuesto se reconoció la necesidad de realizar en la primera etapa un diagnóstico profundo de CAPRUIS y de manera muy particular al área de inversiones en la entidad, que involucro la evaluación presente e histórica de la información financiera de la entidad, al igual que de la construcción de los portafolios de inversión administrados, los principios rectores que en la gestión de inversiones se reconocían, los procesos definidos y su resultado permitiría establecer el GAP (brecha) existente entre la situación actual y la óptima esperada.

Una vez obtenidos los resultados del diagnóstico, se impuso la determinación de los verdaderos principios rectores de la inversión, que fueron contenidos en el manual de políticas para el área, con miras a su implementación en la organización. Ante este deber ser, los macro y microprocesos podrán ser determinados e involucrados finalmente en la gestión global de CAPRUIS.

Muchos son los elementos considerados, pues no solo se tuvieron en cuenta los desarrollos internos, pues la interacción con el mercado de capitales exige la determinación de nuevos esquemas de comunicación y de evaluación de actores involucrados, tales como: intermediarios, emisores, instrumentos propios de este tipo de mercado; todas estas tareas que parecían lejanas a una Entidad cuyo objeto social no es otro que el aseguramiento en salud de la población afiliada.

## **1. DISEÑO INTEGRAL DE PROCESOS PARA LA ADMINISTRACION DE INVERSIONES FINANCIERAS DE CAPRUIS**

### **1.1 OBJETIVOS**

#### **1.1.1 Objetivo General:**

Diseñar el Manual de Políticas y Procedimientos para la adecuada administración de las inversiones financieras en la Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander –CAPRUIS-, los cuales servirán de soporte en la toma de decisiones efectivas por parte de la Dirección.

#### **1.1.2 Objetivos Específicos:**

- Describir el comportamiento y calidad de las fuentes que nutren los fondos de inversiones de CAPRUIS (fondo común y fondo de reserva).
- Realizar un diagnóstico financiero de la entidad a fin de identificar la importancia de los recursos destinados a la inversión y los factores internos y externos que afectan su comportamiento.
- Valorar los fondos de inversión administrados por la caja durante los últimos 4 años, lo cual permitirá identificar la evolución del comportamiento presentado por el portafolio de inversiones de la Entidad.
- Conocer y evaluar las políticas bajo las cuales se administran los Fondos de Inversión en CAPRUIS, y realizar las recomendaciones a que haya lugar, en pro de una adecuada gestión.
- Construir un manual de políticas y procedimientos generales de inversión, que responda a los factores estratégicos que rigen este tipo de decisiones: riesgo, rentabilidad y liquidez.

### **1.2 ALCANCE**

Este estudio se circunscribirá a la revisión y construcción de políticas y procedimientos del área de inversiones financieras en la Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander, “CAPRUIS”.

### 1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

CAPRUIS como entidad perteneciente al sistema universitario de seguridad social en salud, asume por analogía legal, las funciones de una Entidad Promotora de Salud –E.P.S.:

- Recaudo de las cotizaciones en salud, obligatorias y adicionales.
- Administración de los recursos monetarios propios y recaudados.
- Prestación de servicios en Salud.
- Contribución al Fondo de Solidaridad y Garantías –FOSYGA- (Subcuenta de Solidaridad).

Por tanto, en cumplimiento de su objeto social, se obliga a la Entidad a contar con procedimientos formales que garanticen una adecuada inversión, control y uso de los recursos asignados; sin dejar de lado, que el propósito de estos, es brindar una respuesta oportuna y suficiente a las necesidades económicas que demanda la prestación del servicio en salud.

Durante su operación normal, se generan excedentes financieros que alimentan un portafolio de Inversiones, proceso que actualmente adolece de Políticas y Procedimientos formales, lo cual, ha conllevado a que se hayan asumido altos costos de oportunidad por concepto de los riesgos crecientes que se enfrentan en la normal gestión de activos financieros y, a si mismo, por la falta de dinamismo en la toma de decisiones ante los cambios del mercado.

De igual modo, la preocupación por controlar únicamente el riesgo crediticio ha llevado a CAPRUIS a asumir niveles de exposición no considerados para sus inversiones frente a otros tipos de riesgo, tales como riesgo de liquidez, de mercado y operativo.

La actual política de manejo de los fondos ha originado que la dirección se centre en la administración de una sola tipología de riesgo, descuidando los efectos que pueden originarse por los demás factores que amenazan al Portafolio. Este hecho es visible en el aparente conservadurismo con que se manejan los fondos de CAPRUIS, situación que se evidencia en el hecho de que tan sólo se han aceptado como papeles válidos de inversión, aquellos con la más alta calificación crediticia y, más exactamente, los emitidos y administrados por el Banco de la República<sup>3</sup>.

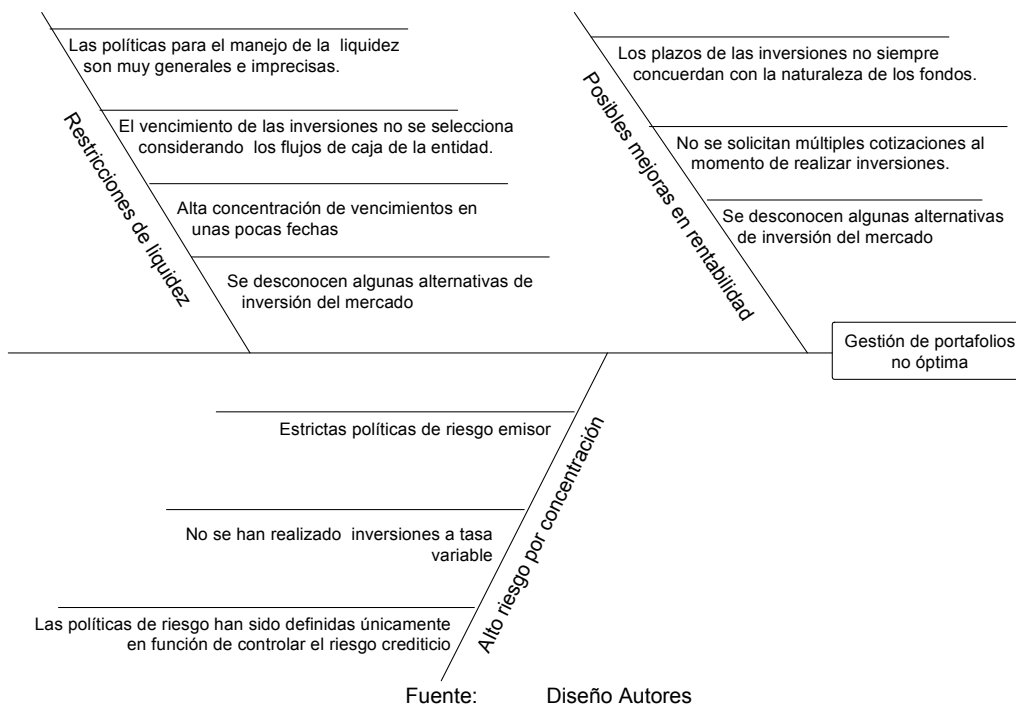
---

<sup>3</sup> A cierre de la vigencia 2004, se presenta una alta concentración en pocas entidades y en pocas clases de activos, tal es el caso de los Títulos de Tesorería TES, administrados por el Banco de la República (100% del fondo común y 78,12% del fondo de reserva).

CAPRUIS no dispone de un proceso formal que soporte la toma de decisiones de inversión de los excedentes, se desconocen las alternativas existentes en el mercado para manejar estos y no existen modelos para el análisis de rentabilidad de los activos financieros. Las estrictas políticas de manejo del riesgo de emisor, han llevado a la entidad a centrar sus decisiones de inversión sobre papeles de la más alta calificación crediticia<sup>4</sup>, hecho que, a pesar de dar cumplimiento a la normatividad vigente<sup>5</sup>, deja de lado principios esenciales definidos por la teoría financiera para la formulación y aplicación de políticas, entre estos los relacionados con: planeación financiera, riesgo, rentabilidad, liquidez, estructuración de portafolios y la valoración a precios de mercado.

Lo anterior, permite estructurar el diagrama conceptual que se presenta en la Figura 1, el cual determinar como ejes del problema la no aplicación de un modelo formal para el análisis de la rentabilidad, el manejo asociado a las restricciones de liquidez y el riesgo de los activos que conforman los portafolios de inversiones.

Figura 1. Diagrama de Causalidad sobre Problemas en la Gestión del Portafolio de CAPRUIS.



<sup>4</sup> Excepcional capacidad y Habilidad de Pago del Emisor, alta validez crediticia.

<sup>5</sup> Ver: Marco Legal, capítulo 3

## 2. MARCO TEÓRICO

En este capítulo se tratarán las bases conceptuales para una acertada toma de decisiones en la administración de un portafolio de inversiones.



Dentro de estas bases, son preeminencia especial los temas relacionados con mercados monetarios y mercados de capitales. En segundo lugar, se adelanta una revisión detallada de los riesgos en las inversiones y de sus sistemas de calificación y control.

El objetivo que se persigue, con la presentación de estos tópicos, es la creación de un lenguaje común entre autor y lectores, a fin de un buen entendimiento de los desarrollos que se presentarán sobre el tema en cuestión.

## 2.1 EL MERCADO FINANCIERO

### 2.1.1 ASPECTOS GENERALES

Un mercado es un espacio físico o virtual de negociación donde de manera libre se da el encuentro de oferentes y demandantes de un mismo tipo de bien. En el caso de un mercado financiero, este bien (activo financiero) hace referencia a un derecho jurídico sobre activos reales de diversa naturaleza o sobre ingresos futuros generados por ellos.

El mercado financiero se caracteriza por:

- Proveer mecanismos para crear e intercambiar activos financieros.
- Contar con la presencia de actores de diversa naturaleza, funciones e instrumentos que facilitan el logro de su principal función económica: la formación de precios comerciales para los activos transados

En este mercado una parte con disponibilidad de recursos monetarios (ahorrador o inversionista) transfiere fondos a unidades deficitarias (emisor o prestatario) a través de la compra de activos financieros; facilitando de este modo, el financiamiento e inversión de las familias, empresas y dependencias gubernamentales<sup>6</sup>.

Tradicionalmente según el grado de liquidez de los activos transados, se reconocen dos mercados coexistiendo al interior del mercado financiero:

#### ➤ **El Mercado de Dinero**

Subsector del mercado de deuda<sup>7</sup>, tiene por función facilitar el flujo de fondos a corto plazo y a bajo riesgo. Se caracteriza por:

- Ser de fácil acceso a los pequeños inversores
- Generar obligaciones con vencimientos iguales o inferiores a un año, fácilmente realizables sin sacrificar valor.
- Y, por la participación activa, en la mayoría de las negociaciones, de un intermediario (usualmente un establecimiento de crédito).

---

<sup>6</sup> "Quienes proporcionan los fondos reciben el nombre de unidades superavitarias, mientras que quienes acuden a los mercados financieros para obtener recursos son denominados unidades deficitarias, por ejemplo, se destacan el caso de las tesorerías gubernamentales que financian su déficit presupuestal por medio de la emisión de valores de tesorería". MADURA, Jeff. Mercados e Instituciones Financieras. Internacional Thomson Editores. Mexico: 2001.

<sup>7</sup> De acuerdo con las características de la obligación contenida en el activo, el mercado financiero puede subdividirse en: Mercado de Deuda y Mercado de Derechos Patrimoniales (o accionario).

➤ **Mercado de Capitales:**

Mercado cuyas características esenciales podrían resumirse en: largo plazo, mayores niveles de riesgo, bienes con menor nivel de liquidez, no intermediación y por tanto actuación directa de inversionistas y emisores.

Ya sea que se refieran a transacciones del mercado de dinero o del mercado de capital, según el momento en el que se realiza la negociación permite clasificarlo en:

➤ **Mercado Primario:**

Transacciones que se realizan de manera directa con los emisores de bienes. El mercado primario proporciona fondos al emisor inicial de valores y, por lo tanto, su función principal radica en facilitar la emisión de nuevos valores (acciones corporativas o nuevos valores de tesorería).

➤ **Mercado Secundario:**

Permiten la negociación de valores ya existentes en el mercado, pues la operación se ejecuta entre inversionistas, sin la participación directa del emisor.

Una característica de relevancia para los activos que participan en los mercados financieros, es la necesidad de contar con un mercado secundario más activo. Este hecho, facilita la negociabilidad de los mismos y, por tanto, aumenta su nivel de liquidez, en el supuesto caso de ser necesaria una venta antes de su vencimiento.

Algunas transacciones dentro de este mercado tienen lugar en una bolsa de valores organizada, es decir, un sitio visible en donde dichas operaciones se realizan, p.e. la Bolsa de Valores de Colombia. Otras operaciones se realizan a través de un mercado no formalizado: Sobre el mostrador (OTC<sup>8</sup>) o extrabursatil.

A continuación se trata una revisión integral del Mercado Financiero, la cual busca permitir:

1. Desde el punto de vista institucional, identificar quienes actúan;
2. Desde la óptica funcional, determinar cual es el papel de cada uno de los actores
3. Y, desde la visión instrumental, reconocer las características propias de los llamados instrumentos de primera, segunda y tercera generación.

---

<sup>8</sup> Over The Counter (Sobre el Mostrador) = Red de telecomunicaciones cuya función se circunscribe al acercamiento de los opuestos del mercado, sin la participación y control directo de la bolsa de valores.

## 2.1.2 VISION INSTITUCIONAL (Quienes Participan)

	MERCADO MONETARIO		MERCADO DE CAPITALES	
	Participantes	Características	Participantes	Características
UNIDAD SUPERAVITARIA DE RECURSOS	AHORRADOR	Operaciones a Corto plazo y en bajos montos. Requerimientos de Alta liquidez Aversión al riesgo Sacrificio de rentabilidad en pro de la seguridad	INVERSIONISTA y ESPECULADOR	Operaciones a mediano y largo plazo Menor aversión al riesgo Se clasifican en tres categorías: Tradicionales (Particulares, especialmente pensionados): Bajos Montos, alta estabilidad. Empresariales (Entidades comerciales, Financieras y Publicas): Altos montos pero baja estabilidad. Institucionales, aportan al mercado altos montos de recursos y de gran estabilidad, que logra para ellos el reconocimiento de dinamizadores del mercado. Se identifican tres categorías: 1. Quienes tienen por objeto social la inversión, conocidos como Fondos de inversión <sup>9</sup> ; 2. Quienes a pesar de no tener por objeto social la inversión, logran esta calidad en reconocimiento a la estabilidad de los recursos administrados p.e. Fondos de pensiones y cesantías; 3. Quienes invierten su propio patrimonio, p.e. aseguradoras y reaseguradoras).

<sup>9</sup> Recursos monetarios representados en valores de propiedad colectiva, que persiguen como objetivo la optimización de la rentabilidad en escenarios de seguridad y liquidez. Los aportantes confían la administración a un tercero, quien como profesional en el tema y soportado en su experticia, acepta realizar administración colectiva sobre los bienes recibidos.

Dependiendo del administrador los fondos se clasifican en: Fondos comunes ordinarios y comunes especiales, administrados por sociedades de servicios fiduciarios; y fondos de valores, administrados por sociedades comisionistas de bolsa.

	MERCADO MONETARIO		MERCADO DE CAPITALES	
	Participantes	Características	Participantes	Características
				<p><b>ESPECULADOR:</b></p> <p>Trata de lograr el máximo posible de utilidades en lapsos cortos.</p> <p>Son personas con el menor grado de aversión al riesgo, y que realizan operaciones de riesgo incalculable.</p> <p>Requiere cultura económica, política y bursátil.<sup>10</sup></p> <p>El especulador conoce, domina y anticipa los escenarios y las reacciones del mercado.</p>
MEDIADOR DEL MERCADO	INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO	<p>Se constituyen en el fuerte del mercado</p> <p>Capacidad de transformación de plazos y montos</p> <p>Se clasifican en:</p> <p>Bancos</p> <p>Organizaciones</p> <p>Cooperativas</p> <p>Compañías de financiamiento comercial.</p>	BOLSA DE VALORES	<p>Son sociedades anónimas de capital privado.</p> <p>Es un mercado organizado que facilita espacios de negociación libre.</p> <p>No se constituyen como intermediarios.</p> <p>Tan solo se encarga de disponer los elementos necesarios para el encuentro entre oferentes y demandantes de activos financieros<sup>11</sup>.</p> <p>Toda persona puede acudir a la bolsa de valores, pero debe ser representado a través de sociedades comisionistas de bolsa en la que actúan los llamados comisionistas<sup>12</sup>.</p>
UNIDAD DEFICITARIA DE RECURSOS	USUARIO DE CREDITO	Demanda de recursos a largo plazo y en altos montos.	EMISORES	<p>Unidades económicas que buscan financiarse de manera directa con recursos del mercado.</p> <p>Se clasifican según el origen del capital en: Públicos, Privados y Banca de Inversión.</p>

<sup>10</sup> "Los especuladores dan vida al mercado secundario y este propicia la generación de ingresos para todos los participantes... la especulación produce volumen y activa el mercado... Especular en la bolsa es conocer el mercado, filtrarse hasta las entrañas de la empresa, anticipar los movimientos de los gobiernos, interpretar las señales de los precios, reflexionar y establecer conjeturas... La diferencia básica entre apostar y especular estriba en la naturaleza del riesgo y el beneficio económico y social que una y otra actividad representa." RUEDA, Arturo. Para Entender la Bolsa. Thompson Learning Editores. Mexico: 2002.

<sup>11</sup> Posesiones con valor. Bienes intangibles cuyo valor se deriva de uno o más flujos de caja futuros.

<sup>12</sup> Quien desarrolla contrato de comisión. Persona quien con calidad de experto brinda asesoría a inversionistas en el mercado; actúa de manera directa por cuenta de un tercero en la compra y venta de activos financieros dentro de un mercado organizado (Bursátil), se diferencia de corredor de valores, pues este último no actúa de manera directa y su función se circunscribe a la aproximación de las partes.

	MERCADO MONETARIO		MERCADO DE CAPITALES	
	Participantes	Características	Participantes	Características
OTROS AGENTES	AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO	Calificación crediticia de los intermediarios financieros o establecimiento de crédito	AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO	Calificación crediticia de emisores (Evaluación de capacidad y habilidad de pago) Calificación crediticia de intermediarios Calificación de fondos de inversión (Comunes ordinarios, comunes especiales y de valores) sobre riesgo de mercado Calificación de títulos provenientes de procesos de titularización
	SUPER INTENDENCIA BANCARIA	Vigilancia sobre la actuación de las diferentes instituciones pertenecientes al sector financiero colombiano.	SUPER INTENDENCIA DE VALORES	Vigilancia del registro de valores e intermediarios Autorización de ofertas públicas y privadas Vigilancia de las operaciones, procedimientos de suscripción, emisión y colocación y de la actuación de los agentes del mercado público de valores
	BANCO DE LA REPUBLICA	Prestamista de última instancia para la banca. Control sobre la masa monetaria con el incremento o liberación del encaje bancario.	BANCO DE LA REPUBLICA	Administrador de los títulos emitidos por La Tesorería General de la Nación – TES- (Activos de mayor negociación en el mercado doméstico) Control sobre la masa monetaria con la emisión de TES y con la compra o venta de divisas.
	JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA	Máxima autoridad monetaria, cambiaria y crediticia.	JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA	Máxima autoridad monetaria, cambiaria y crediticia.
	DEPOSITO CENTRAL DE VALORES	Custodia de activos financieros materializados y desmaterializado Registro de activos desmaterializados y control sobre la tradición de los mismos.	DEPOSITO CENTRAL DE VALORES	Custodia de activos financieros materializados y desmaterializado Registro de activos desmaterializados y control sobre la tradición de los mismos.

Tabla 1. Descripción de la Visión Institucional del Mercado Financiero

### 2.1.3 VISION FUNCIONAL (Que Hacen)

	MERCADO MONETARIO		MERCADO DE CAPITALES	
	Participantes	Características	Participantes	Características
UNIDAD SUPERAVITARIA DE RECURSOS	AHORRADOR	<p>Sacrifica consumo presente y lo llevan al futuro en pro de la obtención de rentabilidad sobre sus recursos.</p> <p>Por capacidad y cultura, oferta recursos en bajos montos y a corto plazo.</p> <p>Recibe por sus inversiones una tasa de interés, denominada de captación.</p> <p>Sus decisiones inyectan dinamismo al mercado monetario.</p>	INVERSIONISTA y ESPECULADOR	<p>Dinamiza el Mercado de Capitales.</p> <p>Cuentan con el menor grado de aversión al riesgo, dado su conocimiento del mercado, sus operaciones y comportamientos.</p> <p>Cuentan regularmente con altos montos de inversión pero de baja estabilidad en la mayoría de los casos, puesto que su objetivo se centra en la obtención de altos rendimientos.</p>
MEDIADOR DEL MERCADO	INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO	<p>Su actuación consiste en transformar recursos de bajos montos y a corto plazo recibidos en el ahorro, en recursos de altos monto y a largo plazo demandados en el crédito.</p> <p>De conformidad con lo establecido en la ley, deberían asumir las variaciones de precios derivadas en los cambios en las tasas del ahorro.</p> <p>Sus ganancias tienen origen en el Margen de Intermediación Financiera (Diferencia entre la tasa de Captación y la de Colocación)</p> <p>Se constituyen en elementos de viabilización de sectores económicos específicos al direccionar flujos de recursos hacia la inversión.</p>	BOLSA DE VALORES	<p>Mercado organizado que ofrece a sus participantes las siguientes funciones:</p> <p>Permitir la formación de los precios comerciales.</p> <p>Proveer información al mercado.</p> <p>Garante de la legitimidad de la operación más no de bondad financiera del activo o de la solvencia o calidad crediticia del emisor.</p> <p>Prevención y manejo del riesgo sistemático</p> <p>Preservación del buen funcionamiento</p> <p>Escenarios de confiabilidad, transparencia, honorabilidad y corrección para el proceso de toma de decisiones de inversión y financiación.</p> <p>Equidad u objetividad en las negociaciones.</p> <p>Su función es la de permitir la definición de precios comerciales para los activos transados, por interacción libre de oferentes y demandantes en el mercado.</p> <p>Por no instituirse como intermediario no asume riesgo de contraparte (Default de los emisores) ni de mercado (Variaciones en las tasas y en los precios).</p> <p>Tienen a su cargo la vigilancia de los comisionistas con poder sancionatorio sobre las sociedades y sus representantes.</p>

	MERCADO MONETARIO		MERCADO DE CAPITALES	
	Participantes	Características	Participantes	Características
UNIDAD DEFICITARIA DE RECURSOS	USUARIO DE CREDITO	<p>Demandan crédito para la realización de inversiones y consumo.</p> <p>Pagan por la disponibilidad de los dineros, un interés conocido como tasa de colocación (cuyo máximo se encuentra regulado por el Gobierno –tasa de usura-).</p> <p>Las decisiones de inversión otorgan dinamismo a la economía.</p>	EMISORES	<p>Unidades económicas que busca financiar actividades a largo plazo, entre estas: Compra de propiedad, planta y equipo, o inversiones en Capital de Trabajo.</p> <p>Estas unidades acuden al mercado en busca de tasas menores que las de las instituciones financieras.</p> <p>Con sus emisiones generan nuevas oportunidades de mercado.</p>

Tabla 2. Descripción de la Visión Funcional del Mercado Financiero

## 2.1.4 VISION INSTRUMENTAL –TIPOS DE INSTRUMENTOS NEGOCIADOS-

Los bienes que integran los portafolios de inversión son bien llamados INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE CAPITALES, a los cuales se puede acceder directamente o por medio de los Fondos de Inversión<sup>13</sup>.

### 2.1.4.1 INSTRUMENTOS DE PRIMERA GENERACIÓN

También llamados instrumentos de caja, pues permiten hacer modificaciones en el flujo de caja de una empresa, es decir, inversión de los excedentes y cubrimiento de los faltantes en tesorería a través de procesos de emisión.

Tabla 3. Descripción de la Visión Instrumental del Mercado Financiero

TITULO	MERCADO	RENTA Y TASA	LEY DE CIR/LACION	D/MINACION	LIQUIDEZ	PLAZO	CONTENIDOS	
CDT's	P/S	RF(TF)	Nominativa	PESOS COL.	Pri. /Sec.	CP	Deuda	
BONOS	DOMESTICOS	P/S	RF (TF/TV)	A la orden	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Deuda
	EXTRANJEROS	P/S	RF (TF/TV)	A la orden / al portador	USD / €	Pri. /Sec.	LP	Deuda
	EUROBONOS	P/S	RF (TF/TV)	A la orden / al portador	USD / €	Pri. /Sec.	LP	Deuda
	BOCEAS	P/S	RF (TF/TV)	A la orden/ Nominativo	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Deuda
	BOCAS	P/S	RF (TF/TV)	A la orden/ Nominativo	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Deuda
CDAT's	P	RF(TF)	Nominativo	COP	Pri.	CP	Deuda	
ACEPTACIONES FINANCIERAS	S	RF (No tasa)	A la orden	COP	Pri. /Sec.	CP	Deuda	
PAPELES COMERCIALES	P/S	RF (TF/TV)	A la orden	COP	Pri. /Sec.	CP	Deuda	
TES	P/S	RF (TF/TV)	A la orden	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Deuda	
TITULARIZACION	DE CARTERA	P/S	RF (TF/TV)	A la orden	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Deuda
	INMOBILIARIA	P/S	RF (TF/TV)	A la orden	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Participación y deuda
	FLUJOS DE CAJA FUTUROS	P/S	RF (TF/TV)	A la orden	COP / USD	Pri. /Sec.	LP	Participación
ACCIONES	P/S	RV	Nominativos	COP / USD	Sec.	LP	Participación	

<sup>13</sup> “Es el nombre común que se le da a una sociedad gestora ampliable o abierta... Sociedad Gestora, se llama así porque los valores en su cartera de inversión se compran y vende continuamente. Las carteras se gestiona. La sociedad gestora se clasifica además, como ampliable o cerrada. Un fondo ampliable, emite o amortiza sus acciones al valor de liquidación” BODIE, Zvi- KANE, Alex y MARCUS, Alan. Principios de Inversiones. Mc Graw Hill: 5ta Edición. España: 2004.

## TABLA DE CONVENCIONES

### ➤ TITULO, se definen como:

- CDT's: Depósito bancario por plazos de hasta un año, no pueden retirarse antes de la fecha y los pagos, tanto de principal como de intereses, se cancelan al vencimiento.
- BONOS: Instrumento en cual el emisor (Deudor o prestamista) promete devolver al comprador o inversionista una cantidad prestada mas unos intereses por la disponibilidad del dinero por un tiempo especifico, se clasifican en:
  - DOMESTICOS: Bonos emitidos por organismos del país y en la moneda del comprador.
  - EXTRANJEROS: Bonos emitidos por organismos fuera del país y en moneda distinta a la del comprador.
  - EUROBONOS: Certificados de deuda emitidos por un organismo internacional, en una moneda diferente de la del país de origen. El mercado de eurobonos se clasifica de acuerdo a la moneda en la cual es emitido, por ejemplo: Los bonos emitidos en dólares se conocen como Eurodólares, y los emitidos en yenes, se catalogan como Euroyenes
  - BOCEAS: Bonos opcionalmente convertibles en acciones
  - BOCAS: Bonos obligatoriamente convertibles en acciones
- CDAT's: Depósito de Ahorro a Término emitido por plazos de hasta un año, no pueden retirarse antes de la fecha y los pagos, tanto de principal como de intereses, se cancelan al vencimiento.
- ACEPTACIONES FINANCIERAS: Orden de realizar un pago futuro por parte de un banco, emitida por un cliente, para la cancelación de unos dineros a una fecha futura, normalmente a seis meses. Este documento es similar a un cheque pos-fechaado
- PAPELES COMERCIALES: Deuda no garantizada y a corto plazo, emitida por las grandes empresas. La empresa típica es un prestatario neto de fondos a largo plazo, para inversiones de capital, y a corto, para capital circulante.

- TES: Las inversiones en el tesoro emitidas principalmente por los Gobiernos para conseguir dineros que permitan cubrir sus déficit presupuestales, se clasifican en:
  - Cuentas del Tesoro (Bills), tienen una maduración de un año o menos
  - Notas de Tesorería, su plazo de emisión varía entre 2 y 10 años.
  - Bonos de Tesorería, a 10 años o más.
  
- TITULARIZACION: La titularización es el proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a través de un patrimonio autónomo, activos tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de los recursos. Esta movilización implica la transformación de activos ilíquidos en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o el flujo generado por el mismo.
  - DE CARTERA
  - INMOBILIARIA
  - FLUJOS DE CAJA FUTUROS
  
- ACCIONES: El capital social de las empresas se divide en partes iguales y proporcionales denominadas acciones. La acción confiere a su tenedor el carácter de propietario parcial de una empresa, confiriendo derechos e imponiendo una responsabilidad única, la de pagar su precio.  
 Ser socio de una empresa, equivale a tener una o muchas acciones o tajadas de un pastel corporativo.  
 Son emitidas por las sociedades anónimas y en comanditas por acciones y buscan incrementar su capital pagado y financiar sus proyectos de ampliación de plantas, cancelar sus pasivos o satisfacer los requerimientos de capital de trabajo. Las entidades financieras las emiten para ampliar su capacidad crediticia  
 El valor nominal de cada acción, representa el valor proporcional de la acción en el capital pagado de la sociedad, es decir el valor en libros de la acción en el momento de constitución de la sociedad, salvo que se haya autorizado una participación o unificación de acciones..

- MERCADO, clasificación según:
  - (P) Mercado Primario: negociación directa con el emisor,
  - (S) Mercado Secundario: Negociación entre inversionistas donde el emisor no interviene
  
- RENTA Y TASA, clasificación según la rentabilidad ofrecida:
  - (RF) RENTA FIJA: El inversionista conoce (TF- Tasa Fija) o estima con alto grado de certeza el retorno sobre su inversión (TV- Tasa Variable), indexados a la DTF, IPC, UVER, Dev T, con adicción de un SPREAD.
  - (RV) RENTA VARIABLE: El inversionista no conoce, ni su estimación tiene alto grado de certeza, pues el resultado de la inversión dependerá los resultados o proceso afectad p.e. acciones, titularizaciones.
  
- LEY DE CIRCULACION, Formalidades para la negociación.
  - Al portador: Se requiere entrega y pago; el emisor o el comprador pagará a quien lo posea físicamente. Alto riesgo en la transacción.
  - A la orden: Se requiere entrega, pago, endoso (concesión expresa de derechos a favor de un tercero).
  - Nominativos: Se requieren las mayores formalidades, imprimen con ello el menor nivel de riesgo en la cesión, se hará entrega, pago, endoso carta del vendedor al emisor, reportando la operación de venta e inscripción en el libro de tenedores de los títulos (registrado en Cámara de Comercio)
  
- DENOMINACION, Reconoce la moneda o unidad en que se encuentra determinado el contenido económico del activo; la ley permite que en el mercado domestico, circulen activos denominados en moneda legal ( de curso forzoso), o en monedas internacionalmente aceptadas, pues se reconoce en ellas tres calidades: Moneda de pago en operaciones de comercio internacional y moneda de portafolio (base para cifrar Inversiones)
  - UVR: Unidad de Valor Real
  - USD: Dólares
  - €: Euros.
  - COP: Pesos Colombianos

➤ LIQUIDEZ

- (Prim): Liquidez primaria provista por el emisor a su vencimiento.
- (Sec): Liquidez secundaria provista por el mercado (inversionistas) antes de su vencimiento.

➤ PLAZO, según el decreto 2649 de 1993 que rige la contabilidad en Colombia, se reconoce como operaciones de corto plazo las realizadas y/o exigidas en un periodo no mayor de un año, y las de largo plazo, las que los superen.

- CP: Corto Plazo
- LP: Largo Plazo

➤ CONTENIDO, Según Régimen de Oferta Pública, los activos que se registran en el mercado podrán circular con contenido de:

- Deuda: El inversionista se convierte en acreedor del emisor, pues el título emitido compromete a este último al pago de una suma y un momento determinado. Estos activos son los de mayor demanda en el mercado doméstico por tener en apariencia limitado el escenario de pérdida del comprador.
- Participación: En estos activos el inversionista acepta ser participe en corporaciones y/o procesos y por tanto de sus resultados finales, que de ser positivos darían parte de sus utilidades a él, pero de ser negativos le obliga a participar en las pérdidas.
- Mixtos: Comparten su contenido entre deuda y participación, dando al inversionista una doble calidad de acreedor y participe.
- Tradición o representativos de mercancías: Estos activos representan mercancías depositadas y/o administradas por terceros especializados p.e. Almacenes Generales de Depósito; declaran cantidad y calidad de los mismos y dan al inversionista dos derechos: El de disponer de la mercancía y de respaldar sus obligaciones con el título, que se acepta como garantía real por parte de los establecimientos de crédito; son negociados en bolsas comerciales como Bolsa Nacional Agropecuaria.

#### **2.1.4.2 INSTRUMENTOS DE SEGUNDA GENERACIÓN**

Instrumentos conocidos como modificativos de caja, para su actuación dependen de los instrumentos de caja, y por ello han adoptado el nombre de derivados; las modificaciones que se realizan a través de ellos se definen en tasas, plazos y perfiles de moneda, con obligatoriedad en el cubrimiento.

#### ✚ **CONTRATOS DE FUTUROS FINANCIEROS**

Contrato estandarizado que obliga a entregar o recibir una cantidad específica de un instrumento financiero (Subyacente<sup>14</sup>), determinado en una fecha y precio previamente establecidos.

#### ✚ **CONTRATO DE FOWARD**

Acuerdo para la entrega futura de un título o subyacente a un precio específico y al final de un periodo de tiempo designado. Difiere del contrato a futuro, en el hecho de no ser estandarizado, es decir los términos de cada contrato son negociados individualmente entre el comprador y vendedor.

#### ✚ **CONTRATO DE WARRANT**

Son esencialmente opciones de compra emitidas por una empresa, para la adquisición de sus acciones; el cubrimiento de la obligación generalmente requiere la emisión de nuevas acciones (en esto se diferencia de una opción de compra).

#### ✚ **OPERACIONES SWAPS**

Es aquella que está compuesta por un conjunto de operaciones individuales realizadas en modalidad de contado o a plazo efectivo, realizadas para un cliente identificado como originador mediante las cuales se concretan el intercambio de flujos futuros de títulos valores asociados al negocio para el logro de un objetivo específico preestablecido.

Al realizarse una operación SAWP es posible realizar la reestructuración financiera de uno o varios valores pertenecientes al portafolio del originador, se trabajan principalmente las variables de emisor, liquidez, tasa y plazo. El tratamiento que se otorga a cada uno de los parámetros genera las diferentes modalidades de reestructuración de portafolios.

Por ejemplo, Un SWAP de tasa de interés, es un convenio mediante el cual una parte intercambia un conjunto de pagos de interés por otro conjunto. En los contratos más comunes se intercambian pagos de tasa de interés de tasa fija, por pagos de tasa de interés de tasa flotante.

#### ✚ **OPERACIONES STRIP TES**

Es una operación que se realiza con títulos de Tesorería de Tasa Fija, en la cual “el título completo” compuesto por el principal y los cupones se negocia en operaciones independientes que los separan a fin que cada uno de ellos, se pueda negociar

---

<sup>14</sup> Son los activos financieros que se combinan para conformar la operación en mención.

individualmente, convirtiéndose cada una de estas operaciones en una negociación de descuento.

#### ✚ **OPERACIONES CARRUSEL**

Consisten en el compromiso de varios inversionistas de tomarse la posesión de un título de renta fija de manera que la suma de los periodos en que cada uno de los participantes en la operación lo posee coincide con el total del plazo de maduración del título.

El papel del comisionista de bolsa, es conseguir la cadena de inversionistas que participen sucesivamente en la propiedad y tenencia del título. Las partes en que esta dividida la vida del título se denominan "Tramos".

#### ✚ **OPERACIONES DE TESORERÍA: RECOMPRAS Y VENTAS CON COMPROMISO DE COMPRA –REPOS- ACTIVOS Y PASIVOS**

Son acuerdos o contrato de compra-venta y recompra de títulos, mediante el cual el comprador inicial adquiere la obligación de transferir nuevamente al vendedor inicial los mismos títulos objeto de la negociación, dentro de un plazo no superior de 90 días y bajo condiciones previamente establecidas.

El vendedor inicial (recomprador final del título), se compromete a otorgar una rentabilidad al comprador inicial. Se realizan sobre títulos de renta fija y sobre acciones de alta bursatilidad. Se causa comisión en la operación de compraventa inicial, mas no en la de recompra y requiere de la constitución de garantías y de cartas de compromiso de venta y compra siendo la garantía principal el título objeto de la negociación.

Los intermediarios de valores del Estado utilizan acuerdos de recompra también llamados REPOS, como una forma de préstamo a corto plazo (normalmente a un día), el comisionista vende los valores a un inversor con un acuerdo de compra al día siguiente a un interés ligeramente superior, por tanto el comisionista recibe un préstamo a un día del inversor. Los valores sirven como garantía de un préstamo.

Un acuerdo de recompra a plazo, es esencialmente una transacción idéntica, excepto por el hecho que el plazo es de 30 días o mas. Están consideradas como muy seguras, por cuanto están respaldados por valores del estado.

Una recompra inversa es el contrario de la recompra, aquí el intermediario encuentra un inverso titular de valores de deuda publica y los compra con el acuerdo de volver a venderlos a un precio mas alto a una fecha futura.

### 2.1.4.3 INSTRUMENTOS DE TERCERA GENERACIÓN

Son Instrumentos independientes de los anteriores y su aparición en los mercados organizados es reciente, se trata de contratos de opción y productos elaborados a partir de ellos. Las opciones son contratos que dan derechos de compra o de venta de activos determinados a compradores, derechos que se ejercen según la conveniencia del agente comprador de las opciones.

#### ✚ OPCIONES

Son contratos realizados entre un comprador y un vendedor en el que el comprador de la opción, tiene el derecho más no la obligación de comprar (Posición CALL) o vender (Posición PUT) una cantidad de un activo específico (Subyacente), en una fecha futura y por un precio pactado.

Por su parte, el vendedor de la opción, tiene la obligación de vender o comprar dicho activo en las condiciones pactadas, y el derecho de cobrar por ello una prima.

### 2.1.4.4 OTRAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN

#### ✚ NOTAS ESTRUCTURADAS

Es un desarrollo financiero reciente, que busca hacer que el inversionista participe en un mercado de riesgo, manteniendo una posición conservadora. La nota estructurada, en la mayor parte de los recursos, se comporta de manera similar a un bono (rendimiento mínimo garantizado), pero permitiendo al tenedor beneficiarse de aumentos en las acciones o de otros activos, sin arriesgar el capital invertido.

Lo anterior se logra mediante el empaquetamiento de acciones, Índices como el S&P 500<sup>15</sup> o el Nikkei<sup>16</sup>, monedas, commodities<sup>17</sup> o cualquier activo de desempeño variable o especulativo como opciones, forwards<sup>18</sup> u otros instrumentos financieros complejos; para de este modo, obtener un papel que se comporta casi como un CDT<sup>19</sup>.

---

<sup>15</sup> Indicador del mercado americano, que determina la rentabilidad promedio de las 500 acciones más transadas en la Bolsa de New York.

<sup>16</sup> Indicador del mercado accionario japonés, que determina la rentabilidad de las 30 acciones más transadas en la bolsa de valores de Tokio.

<sup>17</sup> Bienes básicos en la economía Objeto de contratos de cumplimiento presente o futuro.

<sup>18</sup> Contratos a futuro, por tanto de obligatorio cumplimiento para las partes, pero ajustados a las condiciones de las mismas No estandarizadas, por tanto no susceptible de ser transados en Bolsas de Valores.

<sup>19</sup> Certificados de Deposito a Término, expedidos por establecimientos de crédito (Bancos, Corporaciones Financieras, o Compañía de Financiamiento Comercial).

#### ✚ **FONDOS MUTUOS (Mutual Funds)**

Según lo expresa el manual para el cálculo de la rentabilidad de Corredores Asociados (versión 2005): *“Es un instrumento que ofrece a los inversionistas un fondo administrado profesionalmente, que invierte sus recursos con los de otros aportantes, buscando obtener mejores retornos por un efecto conjunto entre los volúmenes negociados y las estrategias desarrolladas por el administrador del fondo para realizar las inversiones... El inversionista de fondos mutuos del exterior puede encontrar diferentes tipos de inversión con diversos énfasis, entre los cuales se destacan los fondos de estrategias de “crecimiento”, los fondos con orientación al “valor”, los fondos de renta fija y finalmente los fondos balanceados”*

#### ✚ **HEDGE FUNDS**

En el mismo manual (Corredores Asociados- 2005): *“Son instrumentos de inversión que buscan retornos absolutos teniendo como objetivo, obtener resultados positivos en todos los ambientes del mercado independientemente de que el precio de los activos en que invierte el fondo, suba o baje. Este tipo de fondos adopta una variedad de estrategias de inversión muy dependiente de la habilidad de su gestor para alcanzar buenas utilidades, y por estar menos regulados que los mutual funds tienen la capacidad de utilizar todo tipo de estrategias para incrementar los retornos o reducir volatilidades.*

*Estos fondos, tradicionalmente son especulativos por lo tanto están sujetos a diversos riesgos y pueden no ser apropiados para todos los inversionistas, aunque cada vez son mas populares.”*

## 2.2 EL RIESGO Y LAS DECISIONES DE INVERSIÓN

### Definición de Riesgo

*Del latín Risicare = Atreverse o transitar por un sendero peligroso.*

Toda actividad humana, independiente de sus características conlleva de manera inherente una serie de peligros que asume quien decide desarrollarla. Dependiendo del grado de certidumbre que se tenga sobre el desarrollo de la actividad y de la posibilidad o no de cualificar y cuantificar sus variables, este peligro se conocerá como Riesgo (cuantificable) o como Incertidumbre (no cuantificable).

*“El riesgo no es malo per se, pues guarda una relación estrecha con la rentabilidad esperada. Siempre se aceptará una mayor cuota de riesgo en la medida que haya una recompensa por hacerlo, y de allí nace la relación riesgo-rentabilidad.”<sup>20</sup>*

Riesgo se determina como la posibilidad de que se presente una variación con respecto a un resultado esperado, una desviación de un comportamiento reconocido como normal el riesgo existe cuando se espera algún tipo de resultado en el futuro (expectativa) y es posible que se de un cambio en el mismo. Un siniestro es la pérdida o “el riesgo hecho realidad” y para evitarlo o atenuarlo es posible emplear algún mecanismo de protección (cobertura) o implementar estrategias para este fin.

Tres elementos caracterizan al riesgo:

- La existencia de un objeto sobre el cual recae
- Causa o hecho que pueda originar la ocurrencia del siniestro (La materialización del riesgo)
- Y, el impacto, consecuencia que implica gravedad por monto o por frecuencia de ocurrencia. Si el resultado de una situación o acontecimiento es absolutamente fijo y predeterminado, no existe riesgo.

El riesgo se diferencia de incertidumbre, en el hecho que esta última se presenta cuando se desconocen los futuros estados en que puede terminar la decisión tomada, o no se pueden

---

<sup>20</sup> CORREDORES ASOCIADOS. Manual para el Cálculo de Rentabilidades. Departamento Técnico Corredores Asociados: 9na Edición. Bucaramanga, Colombia: Junio de 2005.

asignar probabilidades a estos futuros estados. Al respecto, el profesor H. Markowitz define específicamente el riesgo como: “... Como la varianza de los retornos esperados.”<sup>21</sup>

### **2.2.1 Clasificación de los Riesgos según los Factores Generadores**

A continuación se adelanta una descripción de los riesgos asociados a la inversión en activos financieros. Un inversionista puede estar expuesto a uno o más de estos tipos cuando invierte.

#### **2.2.1.1 Riesgo de precio o de tasa de interés**

Este tipo de riesgo se presenta por el impacto que causa en el valor de los activos financieros, las variaciones en las tasas de interés del mercado. Los movimientos de la bolsa son la causa u origen de este tipo de riesgo, por cuanto los rendimientos esperados de cualquiera de los instrumentos negociados tienen un equivalente en dinero correspondiente a traer a la tasa de interés del momento, el valor presente de los futuros flujos de caja que se espera recibir.

Un claro ejemplo de este comportamiento se observa en las variaciones de precios de los bonos, puesto que sus valores fluctúan de manera inversa a los aumentos o decrementos en la tasa de interés. En general se constituye como el principal riesgo que enfrentan los inversionistas ante aumentos en las tasas de interés, por cuanto se exponen a perder dinero al momento de salir a vender sus papeles en el mercado.

Una de las medidas aceptadas en el cálculo de este tipo de riesgo la constituye el indicador llamado Duración; medida aceptada en el cálculo del riesgo de mercado, y a través del cual se identifica el momento de concentración de los flujos. A su vez, la llamada Duración modificada, reconoce la variación que en la rentabilidad del título logra el cambio de un punto básico en las tasas del mercado.

Se trata entonces de medir la concentración de flujos de caja de una inversión, en el caso en que los títulos analizados tengan una concentración de flujos de caja más lejana en el tiempo

---

<sup>21</sup> “... Professor H. Markowitz change how to the investment community for about risk by quantifying the concept of risk, He defines risk in terms of a well knows statistically measure nouns as the variance. Markowitz quantified the risk as the variance about an asset’s expected return.” FABOZZI, Frank J. Investment Management. Prentice Hall, Inc. New Jersey: 1995.

serán más sensibles ante los cambios en tasa de interés, es decir, generarán mayores pérdidas o mayores utilidades, cuando la tasa de interés del mercado varíe<sup>22</sup>.

### 2.2.1.2 Riesgo por default o de emisor

Se encuentra asociado con la posibilidad de incumplimiento en el pago de las obligaciones contraídas por los emisores, como contraparte en una inversión, situaciones de insolvencia, donde no pueden ser honradas en el monto o en la fecha estipulada, las obligaciones contraídas.

Típicamente esta capacidad es evaluada por medio de compañías especializadas, entre las que se destacan: Moody's Investor Service, Standard & Poor's Corporate, Duff & Phelps Credit Rating Company, and Fitch Investor Service.

Es un resultado de dos tipos específicos de riesgos:

- **De Mercado:** En donde los ingresos del emisor son deficientes o se ven alterados debido a condiciones económicas adversas, ocasionando dificultades en el cumplimiento de obligaciones laborales y de proveedores, y en general de los compromisos propios de la actividad.
- **Financiero:** Es el riesgo en el cual el flujo de caja no es el adecuado para dar cumplimiento a las obligaciones financieras, entre las que se incluyen el pago de la deuda y los intereses.

### 2.2.1.3 Riesgo de inflación o de poder de compra

Riesgo de afectación de los retornos reales del inversionista, surge a causa de variaciones en el poder de compra de los futuros flujos de caja luego de ser ajustados a la tasa de inflación.

### 2.2.1.4 Riesgo de tasa de cambio o de moneda corriente

Se asume en los compromisos nominados en moneda extranjera, cuando durante el tiempo que transcurre entre el momento en que se pacta la operación (adquisición de obligaciones o derechos) y el intercambio monetario (entrada o salida de divisas), el valor de la misma varíe

---

<sup>22</sup> Los pasos para el cálculo de la duración de un título valor son:

- Se calcula el valor presente de cada uno de los flujos futuros =  $VP(FC)$
- Se obtiene la suma de los valores presentes (el valor del título) =  $\sum VP(FC)$
- Se multiplica el valor presente de cada flujo futuro por el período correspondiente =  $n \cdot VP(FC)$
- Se suman los valores anteriores =  $\sum n \cdot VP(FC)$
- La cantidad obtenida en el punto 4 se divide entre la cantidad obtenida en el punto 2 obteniendo la duración =  $\frac{\sum n \cdot VP(FC)}{\sum VP(FC)}$

El resultado es una ponderación de períodos tomando como factor de ponderación el valor presente de los flujos de caja

respecto del valor de referencia (tasa de cambio inicial), y por tanto se puedan presentar utilidades o pérdidas con respecto a la situación original.

#### **2.2.1.5 Riesgo de reinversión**

Riesgo de características especiales por cuanto su tiempo de ejecución no es el presente, se relaciona con la posibilidad de que los futuros flujos de caja recibidos no puedan ser reinvertidos a tasas interés iguales o superiores con las que se contaban inicialmente.

#### **2.2.1.6 Riesgo de Liquidez o de Mercabilidad**

Surge del hecho que las características propias de un bien aumentan la dificultad de su venta, de tal manera que puede pensarse que es la diferencia entre el verdadero valor y el precio que están dispuestos a pagar. Esta dificultad nace de la necesidad que, en un momento determinado, para vender el activo se requiera ofrecer una mayor comisión y si es el caso, sacrificar una mayor porción de su valor.

Para bienes financieros específicos, la liquidez esta determinada por las condiciones contractuales, un ejemplo: es el alto grado de liquidez de los depósitos bancarios, puesto que el banco se encuentra en la obligación de convertirlos a la par de la demanda. En el caso de bienes financieros comercializados en el mercado, la liquidez es inversa al tamaño del spread<sup>23</sup> entre los precios del oferente y del demandante en bolsa, mas las comisiones.

#### **2.2.1.7 Riesgos Operacionales:**

En esta categoría de riesgo se clasifican aquellos hechos que pueden derivar en una pérdida debido a fraudes, errores humanos y técnicos. Los eventos que generalmente se reconocen como riesgos operacionales son los ocasionados por:

- Fallas en los sistemas
- Fraudes internos y externos
- Errores humanos debidos a falta de capacitación
- Insuficiente documentación
- Falta de experiencia del personal
- Insuficiencia o problemas con la infraestructura y/o el recurso humano que impidan la realización de actividades de una manera eficiente
- Alta rotación del recurso humano que implique inestabilidad en la administración de la empresa
- Posibilidad de que la falta de algunos empleados haga que el negocio se vea afectado

---

<sup>23</sup> Adición de puntos básicos o puntos porcentuales a la tasa de interés con la cual se liquidará los rendimientos de la inversión.

- Problemas con la seguridad industrial y laboral
- Inconvenientes relacionados con la seguridad de la información

Dentro de esta categoría pueden ser catalogados los riesgos asumidos en la transacción directa de los títulos con Las Sociedades Comisionistas de Bolsa y en el manejo, en el cual se configuraría un riesgo de contraparte y en segundo término el riesgo derivado de la custodia y conservación de los títulos por ser ellos materializados o físicos.

En general podrían clasificarse como:

- Riesgos debidos a condiciones externas
- Riesgos debidos a fallas en el recurso humano
- Riesgos debidos a fallas tecnológicas
- Otros

#### **2.2.1.8 Riesgos del Entorno:**

Cubren los temas regulatorios, fiscales o sociales y su manejo se da a nivel de programas institucionales, relaciones públicas o campañas de imagen. Estos a su vez se subdividen en:

##### **✚ Económico**

Refleja la sensibilidad de una actividad a los cambios económicos (estructurales) que impactan el mercado, principalmente aquellos resultados de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

##### **✚ Político**

Incorpora la posibilidad de que afectación del mercado ante decisiones tomadas por el Gobierno como respuesta a grupos de presión, o por la ineficiencia de instituciones de carácter estatal, casos como el rompimiento de relaciones con otros países, declaración de zonas especiales no aptas para el desarrollo o comercio, dificultades en trámites o autorizaciones gubernamentales, demoras e inconvenientes en la consecución de permisos o licencias, controles de precios, etc.

##### **✚ Social**

Refleja de que manera la empresa puede ser objeto de contingencias derivadas de los comportamientos sociales, situaciones como asonadas, motines, extorsión, ataques terroristas, etc.

##### **✚ Riesgo Legal**

Se origina por la dificultad de hacer exigibles los compromisos a una contraparte, debido a inconsistencias jurídicas en el proceso o en la documentación legal. Es posible que se

presenten problemas por errores en la interpretación jurídica, inexistencia o insuficiencia de algunos documentos de soporte legal. En muchos casos este tipo de riesgo es considerado como un riesgo operacional.

✦ **Riesgo Soberano:**

Riesgo al que están expuestas las inversiones realizadas en un país, derivadas de su soberanía y de las condiciones económicas, políticas, sociales, tecnológicas y ambientales del mismo. Tiene que ver con la estabilidad legal y política del país, con el riesgo de transferencia de los recursos (por restricciones oficiales) y con la condición de tipo de cambio, que podrían afectar las inversiones en un momento dado.

✦ **Riesgo País**

Mide la capacidad financiera de una nación de pagar su deuda externa. Aunque existen muchas medidas, la más utilizada es la realizada por el Banco JP Morgan de EEUU, el cual expresa el premio que se exige a los bonos de países emergentes sobre las tasas de los bonos de Estados Unidos. Al aumentar el indicador, los analistas entienden que se reducen las posibilidades de pago de las deudas asumidas.<sup>24</sup>

## **2.2.2 CALIFICACION DE EMISORES Y COMISIONISTAS DE BOLSA**

### **2.2.2.1 Significado de una Calificación de Riesgo**

La evaluación de riesgo crediticio se fundamenta en una opinión transparente e independiente generada por una agencia calificadora, la cual se basa en el análisis de las condiciones cualitativas y cuantitativas propias de la empresa o de la emisión. Una calificación de riesgo evalúa el riesgo de incumplimiento que puede presentarse en el pago tanto de capital como de intereses a lo largo de la vida de una emisión de deuda, incorporando la evaluación de todos los eventos futuros tanto de los que se conocen como de los que pueden anticiparse.

Las compañías que se someten a un proceso de calificación lo hacen con el fin de ampliar la flexibilidad en sus fuentes de financiación, tener mayor acceso a los mercados de capitales, reducir sus costos de endeudamiento y mejorar la relación con proveedores, entre otras.

---

<sup>24</sup> La fórmula para el cálculo del riesgo país es: Tasa Riesgo País = Tasa Bonos País - Tasa Bonos País de Referencia.

Por circunstancias impredecibles al momento de emitir una calificación, los resultados esperados no siempre coinciden con los reales, en razón que la calificación otorgada puede variar durante la vida de ésta. Sólo la evaluación continua de los factores fundamentales puede consistentemente y en forma actualizada determinar el potencial de protección de la deuda representada en las emisiones y, en consecuencia, el carácter dinámico de las calificaciones.

#### **2.2.2.2 Factores Fundamentales de una Calificación**

¿Qué evalúa la agencia calificadora al momento de otorgar una calificación? El riesgo del negocio, de la emisión, el financiero propio de la empresa analizada y las características gerenciales. De igual forma, es importante la estructura de la emisión y los condicionamientos específicos para su cumplimiento. Estos son los pilares del análisis de riesgo de crédito de una empresa.

En cuanto a la estructura de propiedad de la compañía, esta cobra relevancia y requiere de una profunda evaluación por parte de los analistas. La importancia que se asigna al soporte del accionista varía dependiendo si se considera que tal apoyo es fuerte o es débil; en caso de un apoyo fuerte, se puede generar un alto nivel de confianza y la situación financiera de la compañía reducir su importancia en la calificación, cuando la compañía resulta no ser estratégica para el accionista, el apoyo puede ser débil y por tanto, la situación de la compañía pondera por sí sola.

Es fundamental entender que a pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, la calificación de un riesgo crediticio es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, toda vez que una calificación de riesgo es una opinión.

##### ➤ Análisis Cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujos de efectivos sobre bases históricas. De este se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la productividad del patrimonio.

El análisis histórico de las razones financieras constituye la base sobre la que se evalúan los pronósticos de la compañía, implica el análisis de estados financieros sobre bases históricas

y proyecciones del emisor, determinando la capacidad de pago en función de los beneficios esperados en el futuro.

➤ **Análisis Cualitativo**

Una calificación de riesgo de una emisión no se puede otorgar basándose exclusivamente en análisis financieros, toda vez que éstos no reflejan a cabalidad la circunstancia específica y el potencial de las empresas. Es por eso que el análisis cuantitativo debe ser complementado con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una correcta calificación.

Entre los aspectos cualitativos se consideran que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de las emisiones, los siguientes:

- Planes y estrategias
- Calidad de la administración
- Oportunidades de mercado
- Políticas de control y auditoría.
- Investigación y desarrollo de nuevos productos
- Ciclos de vida de productos
- Recursos humanos
- Aspectos fiscales.

### **2.2.3 Tipos de Calificaciones**

Las calificaciones varían conforme el objetivo que se persigue con...

#### **2.2.3.1 De bonos corporativos**

Analiza las características de riesgo del negocio y el riesgo financiero específico de la empresa calificada, con el fin de determinar las coberturas de la deuda total de la compañía, incluyendo la nueva emisión.

La calificación también observa si la emisión tiene condicionamientos financieros que protegen a los tenedores de bonos con una prioridad de pago mayor, en comparación con el resto de los acreedores.

#### **2.2.3.2 De bonos de entidades del sector público y territoriales**

Además de considerar los elementos anteriormente expuestos, se analizan las características socioeconómicas del área de influencia, la estructura de las rentas corrientes y no corrientes de la entidad, la proyección de las mismas y la situación de endeudamiento total.

De bonos estructurados y titularizaciones de cartera hipotecaria, corporativa y de consumo, se busca determinar la fortaleza de las garantías y de las estructuras con el fin de otorgar calificaciones superiores a la deuda originada.

#### **2.2.3.3 De riesgo bancario**

Se encargan de establecer la capacidad de pago de una institución financiera en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, las fuentes de fondeo de la institución, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia.

#### **2.2.3.4 De contraparte, a empresas de servicios financieros, firmas comisionistas de Bolsa y sociedades fiduciarias**

Establece el riesgo asumido por los clientes en sus relaciones comerciales con la empresa. Se tienen en cuenta la capacidad operativa y administrativa de la compañía, su fortaleza ante los riesgos propios de este tipo de entidades, la posición competitiva en el mercado y el respaldo patrimonial, entre otros aspectos esenciales.

#### **2.2.3.5 De contraparte, tesorerías especializadas**

Establece la capacidad que posee el área financiera de una empresa con el fin de estructurar productos financieros en condiciones adecuadas de rentabilidad y de valor agregado para los clientes internos y externos de la organización.

#### **2.2.3.6 De compañías de seguros**

Mide la fortaleza financiera y la capacidad de pago de siniestros a los suscriptores de pólizas. Además se analiza la siniestralidad de la compañía y sus políticas de suscripción, así como la diversificación en las fuentes de ingresos.

#### **2.2.3.7 Fondos de inversión, valores y mutuos administrados por diversos inversionistas institucionales**

Muestra el nivel de seguridad global del fondo por medio de la estimación de su capacidad para limitar el riesgo de pérdida y preservar el valor del capital. Se analizan el riesgo crediticio y de mercado asumido y las políticas que se tienen en torno a estos aspectos, así mismo se ponderan la gestión de riesgos ejercida, los niveles de control y la estabilidad de la administración.

### 2.2.3.8 Calificación de riesgo crediticio de créditos sindicados de instituciones financieras

En la que es considerada una extensión de la calificación de riesgo crediticio de emisiones al mercado de capitales se evalúa la capacidad de pago como prestamista y busca una facilidad crediticia sindicada.

Los bancos de inversión o comerciales valoran esta aproximación porque, por un lado, se cuenta con una evaluación de riesgo independiente y común para todos los bancos involucrados y por el otro la calificación adicional liquidez al pagaré de la deuda para futuras ventas o titularización del mismo.

### 2.2.4 CATEGORÍAS DE LA CALIFICACIÓN

DUFF & PHELPS DE COLOMBIA		BRC INVESTOR SERVICES			
DEUDA A CORTO PLAZO					
Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, factores de protección y acceso a fuentes alternativas de recursos son excelentes.	NIVEL ALTO	DP 1+	GRADOS DE INVERSION	BRC 1+	Es la categoría más alta entre los grados de inversión. Indica que la probabilidad de repago oportuno, tanto del capital como de los intereses es sumamente alta.
Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos y los riesgos insignificantes.		DP		BRC 1	Es la segunda categoría más alta entre los grados de inversión. Indica una alta probabilidad de que tanto el capital como los intereses se reembolsarán oportunamente, con un riesgo incremental muy limitado, en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
Emisiones con buena certeza en el pago oportuno. La liquidez es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los		DP 1-		BRC 2+	Es la tercera categoría de los grados de inversión. Indica que, aunque existe un nivel de certeza alto en relación con el repago

DUFF & PHELPS DE COLOMBIA			BRC INVESTOR SERVICES		
DEUDA A CORTO PLAZO					
riesgos son muy pequeños.					oportuno de capital e intereses, el nivel no es tan alto como para las emisiones calificadas en 1.
Emisiones con buena certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes. Sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento. El acceso a los mercados de capitales es bueno. Los factores de riesgo son pequeños.	NIVEL BUENO	DP 2		BRC 2	Es la cuarta categoría de los grados de inversión. Indica una buena probabilidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación 2 podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las emisiones calificadas en las categorías más altas.
La liquidez es satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Es de esperar que se dé el pago oportuno. No obstante, los factores de riesgo son mayores y están sujetos a variaciones.	NIVEL SATISFACTORIO	DP 3		BRC 3	Es la categoría más baja en los grados de inversión. Indica que aunque la obligación es más susceptible que aquellas con calificaciones más altas, a verse afectada por desarrollos adversos (tanto internos como externos), se considera satisfactoria su capacidad para cumplir oportunamente con el servicio de la deuda tanto de capital como de intereses. Se consideran grado especulativo las inversiones calificadas
Emisiones con características de inversión especulativas. La liquidez no	NIVEL NO CALIFICA PARA INVERSIÓN	DP 4	GRADOS ESPECULATIVOS	BRC 4	Es la primera categoría del grado especulativo; se considera como un grado

es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están

no adecuado para inversión.

DUFF & PHELPS DE COLOMBIA			BRC INVESTOR SERVICES		
DEUDA A CORTO PLAZO					
sujetos a un alto grado de variación.					
Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.	NIVEL DE INCUMPLIMIENTO	DP 5		BRC 5	Esta categoría corresponde a la escala dentro de la cual las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago de obligaciones.
Sin suficiente información para calificar.		DP 6		BRC 6	Esta categoría es considerada sin suficiente información para calificar.

Tabla 4. Nivel de Clasificación de Riesgo para Deuda a Corto Plazo

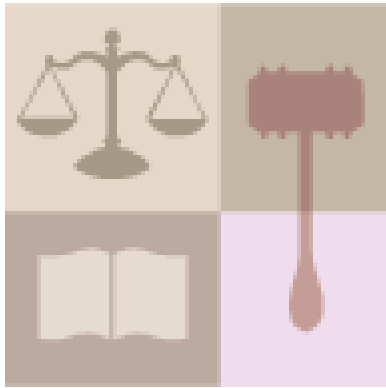
DUFF & PHELPS DE COLOMBIA		BRC INVESTOR SERVICES		
DEUDA A LARGO PLAZO				
Emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.	AAA	GRADOS DE INVERSION	AAA	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta calificación en grados de inversión.
	AA +			
	AA		AA	Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
Emisiones con muy alta calidad crediticia. Los factores de protección son muy fuertes. El riesgo es modesto, pero puede variar ligeramente en forma ocasional por las condiciones económicas.	AA -			
	A+			
	A		A	Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados. Sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.	A-			
	BBB+			
	BBB		BBB	La categoría más baja de grado de inversión; indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
Los factores de protección al riesgo son inferiores al promedio; no obstante, se consideran suficientes para una inversión prudente. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.	BBB-			
	BB+			
	BB			

DUFF & PHELPS DE COLOMBIA		BRC INVESTOR SERVICES		
DEUDA A LARGO PLAZO				
Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Empero, se estima probable que puedan cumplir sus obligaciones al vencimiento, Los factores de protección estimados fluctúan de acuerdo con las condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía. La calidad de estas emisiones puede variar con frecuencia.	BB-	GRADOS DE NO INVERSIÓN	BB	Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para emisiones de calificación más baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de cumplir adecuadamente con los compromisos de servicios de la deuda
	B+			
	B		B	Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones con mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.
Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe el riesgo de que no puedan cumplir sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar con frecuencia.  Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser sustancial en las situaciones desfavorables, tanto de la industria como de la compañía.	B-			
	CCC		CCC	Las emisiones calificadas con CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
			CC	La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección.
Las emisiones de esta categoría se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.	DD			D
Sin suficiente información para calificar.	EE		E	Sin suficiente información para calificar.

Tabla 5. Nivel de Clasificación de Riesgo para Deuda a Largo Plazo

### 3. MARCO LEGAL

La regulación legal en general, se constituye como el andamiaje sobre el cual se soportan y guían las decisiones de inversión de recursos financieros al interior toda organización.



En este capítulo se adelantará una somera revisión sobre las principales leyes y normas que estructuran, orientan y regulan el mercado de capitales, el mercado monetario y el proceso de administración de los portafolios al interior de CAPRUIS.

La presentación de la Regulación Marco de este proyecto incluye aspectos relacionados con las normas generales de inversión, valoración y control de los portafolios de entidades públicas, las directrices que controlan la actividad sectorial en la cual se haya inmersa CAPRUIS, y el marco interno, que da soporte a la institución como delegataria de funciones específicas de la Universidad Industrial de Santander.

### **3.1      NORMATIVIDAD GUBERNAMENTAL: Marco Legal a la Inversión**

#### **3.1.1    REVISIÓN DE LA LEY 964 DE JULIO DE 2005**

Por la cual se dictan normas generales y se señala en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. En contraste con la normatividad anterior, enfocada sobre la vigilancia y regulación sobre el sujeto dando lugar a un arbitraje en la actividad regulatoria; la modificación principal consistió en el control a la actividad, es decir, toda negociación de valores será objeto de vigilancia por parte de la supervalores o cualquier entidad que la sustituya.

En sus primeros artículos ordena la compilación de normas referentes al mercado de valores, en un estatuto orgánico. Define el concepto de valor y establece cuales son las actividades del mercado de valores; así mismo, define la forma en que el Gobierno debe intervenir en el mercado, eliminando la sala de valores de la Superintendencia de Valores y dejando la intervención y regulación del mercado en cabeza del Ministerio de Hacienda.

Dentro de sus objetivos se cuentan: La protección de los derechos de los inversionistas, la promoción desarrollo y eficiencia del mercado de valores, la prevención y manejo del riesgo sistemático, la preservación del buen funcionamiento, equidad y transparencia en la negociación.

En los artículos siguientes, la ley establece normas de carácter ordinario para el mercado de valores, como la supervisión, el desarrollo del sistema integrado de información del mercado de valores (SIMV), el establecimiento de los sistemas de compensación, liquidación y depósitos, el funcionamiento ordenado del mercado, la protección a los inversionistas y las infracciones y sanciones administrativas.

#### **3.1.2    REVISIÓN DEL ESTATUTO ORGANICO DEL PRESUPUESTO**

El Decreto 111 de 1996, actual Estatuto Orgánico del Presupuesto, compiló la Ley 38 de 1989, la Ley 179 de 1994 y la Ley 225 de 1995 que conforman el Estatuto Orgánico del Presupuesto.

LEY 179 DE DICIEMBRE 30 DE 1994: Introduce modificaciones a la Ley 38 de 1989, Orgánica de Presupuesto. En su artículo 43. establece que las Empresas Industriales y Comerciales del Estado y a las Sociedades de Economía Mixta con régimen de Empresa Industrial y Comercial del Estado, dedicadas a actividades no financieras, les son aplicables los principios presupuestales contenidos en la Ley Orgánica del Presupuesto.

Le corresponde al Gobierno establecer las directrices y controles que estos órganos deben cumplir en la elaboración, conformación y ejecución de los presupuestos, así como de la inversión de sus excedentes.

El Ministro de Hacienda establecerá las directrices y controles que las Empresas Industriales y Comerciales del Estado y las Sociedades de Economía Mixta dedicadas a actividades financieras deben cumplir en la elaboración, aprobación, conformación y ejecución de sus presupuestos; esta función podrá ser delegada en el Superintendente Bancario.

Modificada por la Ley 819 de 2003: Por la cual se dictan normas orgánicas en materia de presupuesto, responsabilidad y transparencia fiscal y se dictan otras disposiciones.

Modificada por la Ley 225 de 1995: Por la cual se modifica la Ley Orgánica de presupuesto.

### **3.1.3 REVISIÓN DEL DECRETO 648 DE 2001**

Este decreto reglamenta al artículo 43 de la Ley 179 de 1994 (Estatuto orgánico del presupuesto), con el fin de establecer una normatividad aplicable a la inversión de excedentes de liquidez en empresas industriales y comerciales del Estado y de sociedades de economía mixta con régimen de aquellas dedicadas a actividades no financieras. A falta de norma expresa y haciendo uso del principio de interpretación analógica, este decreto se adopta como marco para el desarrollo de la actividad de inversión de CAPRUIS.

Este decreto se aplica a los actos y contratos que en relación con los excedentes, impliquen:

- Depósito
- Disposición
- Adquisición
- Manejo
- Custodia
- Administración de dinero, títulos y en general de valores.

A fin de garantizar en estas operaciones, criterios de transparencia, rentabilidad, solidez y seguridad, en condiciones de mercado; todos los actos o contratos a que se refiere el presente decreto, deberán ser ejecutados con estricta sujeción a políticas, reglas y

procedimientos, previamente definidos y divulgados por la Junta o Consejo Directivo de la respectiva Entidad.

En dichas políticas, reglas y procedimientos, se deberá prever, como mínimo, lo siguiente:

- Criterios para la selección de agentes para la administración delegada de recursos.
- Criterios de selección de los sistemas transaccionales a través de los cuales se exponen y concretan las operaciones; justificación y documentación de esta selección.
- Criterios para la administración o inversión de los activos transados.
- Metodologías definidas con criterios técnicos aplicables a la inversión de los excedentes para la determinación de precios de referencia.
- Regulación de los conflictos de interés.
- Regulación respecto de la prevención y prohibición del uso indebido de información conocida.
- Criterios y razones que motivan de manera general las decisiones para la administración e inversión de los excedentes.
- Descripción clara de los eventos en los cuales sea admisible aplicar políticas, reglas y procedimientos de manera especial o restringida.
- Registro detallado y documentación de todas las operaciones realizadas.

De igual forma, este decreto define Criterios mínimos para la administración o inversión de los activos, en aspectos relacionados con:

- Planeación financiera;
- Manejo de cuentas corrientes y de ahorros, recaudos y pagos;
- Riesgo;
- Rentabilidad;
- Liquidez, y
- Estructura de portafolios.

En referencia a las políticas de administración de Portafolios de Inversión, este decreto considera como mínimo necesario, el contemplar elementos específicos para el manejo y control de los siguientes riesgos:

- De depositarios de recursos públicos y de crédito de emisores;
- De contraparte;
- Administrativos;
- De mercado.

- Finalmente, realiza una serie de recomendaciones en torno al establecimiento de Políticas de rentabilidad, liquidez y de manejo y estructuración del portafolio.

#### **3.1.4 REVISIÓN DE LA LEY 45 DE DICIEMBRE 18 DE 1990: Ley de Reforma Financiera**

Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. Dicha ley, en su artículo 89, establece la actividad de calificación de valores y delega en la Comisión Nacional de Valores o quien haga sus veces, la función de reglamentar esta actividad y la de las sociedades calificadoras.

En virtud de la mencionada ley, la Comisión Nacional de Valores expidió la Resolución 10 de Diciembre 5 de 1991 que establecía las bases para la creación de las Sociedades Calificadoras de Valores, imponiendo estrictas normas de conducta a sus accionistas, directores y administradores, para evitar conflictos de intereses en desarrollo de su actividad. Así mismo, define las emisiones de títulos sujetas a calificación.

Posteriormente, la Sala General de la Superintendencia de Valores, con el propósito de facilitar la aplicación de las normas expedidas por la misma y dotar de seguridad jurídica el mercado público de valores, expidió la Resolución No. 400 de 22 de mayo de 1995. Por la cual, se unificaron y actualizaron las disposiciones del mercado de valores vigentes a la fecha y se integraron otras por vía de referencia.

Entre otras, se derogó la Resolución 10 de 1991. No obstante, en el título tercero de la parte segunda de la Resolución 400 de 1995, referente a las entidades vigiladas, se incluyó el régimen de sociedades calificadoras de valores. Especialmente, las normas sobre las personas que pueden realizar la calificación en el mercado público de valores, los valores que deben calificarse, el procedimiento de calificación; principalmente, los requisitos, facultades y prohibiciones para divulgar la calificación o información suministrada para realizarla.

El régimen vigente de las sociedades calificadoras de valores, está contenido en la Resolución No.400 del 22 de mayo de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores y normas complementarias o modificatorias, expedidas con posterioridad a la misma entre otras:

- Resolución No.364 de 1997: Por la cual, se ordena a las instituciones financieras que tengan Certificados de Depósito a Término o Certificados de Depósito de Ahorro a Término inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que dentro de los doce meses siguientes a la fecha en que se otorgue el certificado de autorización a una sociedad calificadora distinta de las que operan actualmente en el país, estas deberán acreditar ante la Superintendencia de Valores la calificación asignada al endeudamiento proveniente de la colocación de dichos certificados.
- Resolución No.838 de 1998: Por la cual se define que podrán emitir papeles comerciales para ser colocados mediante oferta pública, previa autorización de la oferta por parte de la Superintendencia de Valores, toda entidad que de conformidad con su régimen legal tenga capacidad para hacerlo, salvo los patrimonios autónomos.
- Resolución No.336 de 2000: Esta versa sobre los valores que deben calificarse y por la cual se modifica la resolución 400 de 1995,
- Resolución No.1061 de 1998: Sobre obligatoriedad de obtener una segunda calificación, para las instituciones financieras con certificados de depósito a término o certificados de depósito de ahorro a término inscritos en el R.N.V.I.
- Resolución No.1062 de 1998: Por la cual se modifica el capítulo segundo del título tercero de la parte segunda de la resolución 400 de 1995, referente a las sociedades calificadoras de valores, y en la cual se estipula el procedimiento de calificación de un valor y las categorías del mismo.
- Resoluciones No.1063 de 1998: Por la cual se autoriza a las sociedades calificadoras de valores para desarrollar otras actividades análogas a la de calificación de valores, entre las que se cuenta:
  - Calificación de endeudamiento de sociedades cuyos valores se encuentren inscritos en el RNVI,
  - Calificación de portafolios de inversión colectiva,
  - Capacidad de cumplir oportunamente con los flujos futuros estimados para proyectos de inversión y
  - Calificación de capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.

### **3.1.5 REVISIÓN DE LA RESOLUCIÓN 4444 DE 1995 (PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD PÚBLICA)**

Por el cual se formulan herramientas que permitan reconocer y revelar, la gestión financiera de los entes públicos y el papel que desempeñan, desarrollando políticas macroeconómicas a través del respaldo e impulso a sectores económicos y administrativos estratégicos en

cumplimiento de las funciones de Estado, generando información confiable y socialmente útil.

Se constituye como una norma de aplicación a los entes públicos sujetos el ámbito de aplicación del PGCP - PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD PÚBLICA- y establece que las inversiones deben reconocerse por su costo histórico y actualizarse con base en las metodologías modernas de valuación; para efectos de actualización, las inversiones se clasifican en negociables y no negociables:

Las inversiones negociables son aquellas que se realizan con la intención de administrar la liquidez y que de acuerdo con la eficiencia del mercado y la calidad de la información disponible, su valor de mercado se ajusta a su realidad económica. Están constituidas por las inversiones de administración de liquidez de renta fija y variable y las inversiones de cobertura, siempre que para estas últimas exista mercado.

Por su parte, tendrán el tratamiento de inversiones no negociables aquellas adquiridas mediante suscripción convenida o forzosa, las realizadas con la intención de mantenerlas durante un tiempo prolongado, de conformidad con lo señalado en este procedimiento, las de renta variable de baja o mínima bursatilidad o sin ninguna cotización y las inversiones patrimoniales que conceden el control. Dentro de esta clasificación se encuentran las inversiones con fines de política, las inversiones de cobertura que no se negocien en el mercado secundario y las inversiones patrimoniales.

Por norma general, las inversiones negociables deben valorarse a precios de mercado, aplicando para el efecto la metodología definida en el presente procedimiento, con excepción de aquellas que posean las entidades públicas que no alcancen los indicadores que a continuación se relacionan:

Las entidades públicas del nivel nacional cuya relación de rendimientos por inversiones financieras se encuentre respecto de sus ingresos por debajo del 3% o que sus inversiones financieras en relación con los activos líquidos estén por debajo del 20%, con base en la información a diciembre 31 del año inmediatamente anterior al cálculo del indicador.

Las entidades públicas del nivel territorial cuyos ingresos, a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior al cálculo del indicador, sean inferiores al equivalente a 12.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes en el mismo año.

No obstante, las entidades exceptuadas de acuerdo con los indicadores antes mencionados, que se encuentren en condición de valorar sus inversiones a precios de mercado, pueden aplicar dicha metodología, siempre y cuando la apliquen a la totalidad del portafolio.

Una vez el ente público comience a aplicar la metodología de valoración a precios de mercado, debe continuar haciéndolo, sin perjuicio que en períodos posteriores no se cumpla con los indicadores mencionados.

### **3.1.6 REVISIÓN DE LA LEY 23 DE 1995**

Esta ley en su artículo 64, define las entidades que no son contribuyentes del impuesto sobre renta y complementarios, involucrando los establecimientos públicos descentralizados. Decreto No. 841 de 1998: Se adiciona a presente ley, al definir que no son contribuyentes del impuesto de renta, las Entidades sin ánimo de lucro cuyo objeto principal sea la prestación de servicios de salud.

### **3.1.7 REVISIÓN DE LA LEY 819 DE 2003**

Por la cual se dictan normas orgánicas en materia de presupuesto, responsabilidad y transparencia fiscal. En su artículo 17, en referencia a la colocación de excedente de liquidez, define que las entidades territoriales deberán invertir sus excedentes transitorios de liquidez, en títulos de deuda pública interna de la nación, o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio.

### **3.1.8 REVISIÓN DE LA LEY 610 DE 2000**

Esta norma contempla los trámites de los procesos de responsabilidad fiscal, en su artículo 6, define que se entiende por daño patrimonial al Estado, la lesión del patrimonio Público, representada en el menoscabo, disminución, perjuicio, detrimento, pérdida, uso indebido o deterioro de los bienes, o recursos públicos, o a los intereses patrimoniales del estado en referencia a las causales de daño patrimonial al Estado, producida por una gestión fiscal antieconómica, ineficaz, ineficiente, inequitativa e inoportuna. Que en términos generales no se aplica al cumplimiento de los cometidos y de los fines esenciales del Estado.

## **3.2      NORMATIVIDAD SECTORIAL**

### **3.2.1    REVISIÓN DE LA LEY 30 DE DICIEMBRE 28 DE 1992**

Por la cual se organiza el servicio público de la Educación Superior. En su artículo 57, declara que las universidades estatales u oficiales deben organizarse como entes universitarios autónomos, con régimen especial y vinculado al Ministerio de Educación Nacional en lo que se refiere a las políticas y la planeación del sector educativo.

Esta Ley, estipula entre otros aspectos, que los entes universitarios autónomos contarán con las siguientes características:

- Personería jurídica
- Autonomía académica, administrativa y financiera
- Patrimonio independiente
- Y, podrán elaborar y manejar su presupuesto de acuerdo con las funciones que le corresponden.

### **3.2.2    REVISIÓN DE LA LEY 647 DE FEBRERO DE 2001: Sistema Universitario de Seguridad Social en Salud**

Por la cual se modifica el inciso tercero del artículo 57 de la ley 30 de 1992, en donde se establece que dentro del carácter especial de las universidades estatales u oficiales, comprenderá la organización y elección de directivas del personal docente y administrativo, el sistema de las universidades estatales u oficiales, el régimen financiero, el régimen de contratación y control fiscal y su propia seguridad social en salud.

De igual forma se otorgan, entre otras, las siguientes facultades específicas:

- El sistema de seguridad social será organizado como una dependencia especializada de la misma, con la estructura de dirección y funcionamiento que cada universidad establezca para ello.
- Se financiará con las cotizaciones que se instituyan en los términos y dentro de los límites previstos por la Ley 100 de 1993.
- Así mismo, establece que únicamente podrá tener como afiliados a los miembros del personal académico, a los empleados y trabajadores, a los pensionados y jubilados de la respectiva universidad.
- Establece que se efectuarán aportes de solidaridad al Fondo de Solidaridad y Garantías - FOSYGA-

### **3.3      NORMATIVIDAD INTERNA**

#### **3.3.1    REVISIÓN DE LOS ESTATUTOS DE CAPRUIS**

Estos estatutos fueron aprobados mediante acuerdo 150 de Agosto 25 de 1970 del Consejo Directivo de la UIS y ratificados por el Consejo Superior Universitario en acuerdo 017 de 31 de Agosto 1970. En su contenido se destacan los siguientes aspectos:

La Caja de Previsión de la Universidad Industrial Santander –CAPRUIS- se constituye como fondo de patrimonio y rentas propias, en donde la Universidad Industrial de Santander se convierte en responsable subsidiario de las obligaciones de la misma, y por tanto asume la responsabilidad de cubrir, con sus fondos, cualquier déficit económico que pudiese llegar a presentarse.

Tiene por objeto, como delegataria de la Universidad, la asistencia médica, farmacéutica, quirúrgica, hospitalaria, de laboratorio, y demás servicios afines en caso de enfermedad no profesional o de accidente de los empleados docentes o administrativos de la UIS que figuren en nómina y de los empleados de CAPRUIS.

Sus rentas provienen de aportes que tanto el trabajador como la Universidad suministran mensualmente, por el derecho a acceder a los servicios mencionados.

Cuenta con Junta Directiva y un Gerente, como máximas autoridades en dirección y administración. La Junta directiva está compuesta por 7 miembros:

- El Rector o su delegado
- Dos representantes, designados por el rector
- Dos representantes de los profesores, designados por elección democrática.
- Y dos representantes de los empleados administrativos, elegidos democráticamente.
- El Gerente asiste a la Junta con voz pero sin voto.

La Junta Directiva tiene funciones claramente delimitadas al igual que su Presidente.

El Gerente es el representante legal de la caja, su administrador inmediato y el ejecutor de las determinaciones de la Junta Directiva.

#### **3.3.2    REVISIÓN AL ACUERDO 070 DE 1997 DEL CONSEJO SUPERIOR DE LA UNIVERSIDAD**

La Universidad, mediante este acuerdo, ratifica los actos de creación de CAPRUIS, como un fondo dentro de la Universidad con personería jurídica y responsabilidad subsidiaria de la Universidad frente a sus obligaciones. Además, establece la disponibilidad del 100% de los aportes, tanto de la UIS como de sus afiliados, para que CAPRUIS, continúe prestando sus

servicios en las mismas condiciones de calidad y oportunidad con que lo ha venido haciendo.

Por otra parte, estipula la creación de un fondo de reserva con un incremento en los aportes mensuales a cargo de las partes, distribuidos de este modo:

- Dos puntos porcentuales, que asumirá la Entidad, de sus rentas propias
- Un punto porcentual, que asume la Universidad
- Medio punto porcentual, que será asumido por los afiliados.

Este acuerdo fue perfeccionado en su forma, mas no en su fondo, por el acuerdo 002 de 1998.

### **3.3.3 REVISIÓN AL ACUERDO 024 DE 2001 DEL CONSEJO SUPERIOR –C.S.- DE LA UIS**

En consideración de la Ley 647, en donde se reconoce a las Universidades Estatales, la constitución de un Sistema Propio Especial de seguridad social en salud, se ratificaron los acuerdos 150 y 017 de 1970 y el 70 de 1997, y de igual modo, se define a CAPRUIS como una entidad delegataria de la Universidad en lo pertinente al manejo de su propio sistema de seguridad social en salud y dependiente de ella.

### **3.3.4 REVISIÓN DE LA RESOLUCIÓN 065 DE FEBRERO 7 DE 2002 DE LA RECTORIA DE LA UIS**

Es en Febrero de 2002 cuando se logra articular toda la normatividad que va a regular la gestión de la caja, esto se logra, con la promulgación de la resolución 065 de Rectoría basada en el acuerdo 024 de 2001 del Consejo Superior sobre la reglamentación de la prestación de servicio en CAPRUIS, que a su vez había sido aprobada por su Junta Directiva. Esta reglamentación de servicios consta de XIII capítulos donde se define quién es el afiliado cotizante, el afiliado beneficiario y establece los aportes mensuales del 12% del salario base de la cotización donde las 2/3 partes están a cargo de la UIS y la 1/3 parte por el afiliado, mientras el pensionado pagará todo el 12%; de otra parte, todo cotizante deberá entregar 2% adicional del salario base de cotización con destino a la financiación del plan adicional de beneficios en salud.

Reglamenta la prestación de servicios medico-asistenciales a los afiliados a CAPRUIS, entre otros aspectos estipula la estructura de aportes a la entidad. La cual queda así:

- Cotización Obligatoria: La cotización obligatoria que se aplica a los afiliados cotizantes, será del doce por ciento. Las dos terceras partes estará a cargo del

empleador y una tercera parte a cargo del empleado; para el caso del pensionado, el valor total estará a su cargo.

- Monto Cotización del Plan Adicional de Beneficios: Corresponde al 2% del salario base de cotización y esta a cargo del cotizante.
- Respecto al fondo de reserva, transcribe lo establecido en el acuerdo 070 del 1997.

### **3.3.5 REVISIÓN DEL ACUERDO DE JUNTA DIRECTIVA DE CAPRUIS No. 003 de 2002.**

Mediante este acuerdo, se da via libre para la conformación de una comisión en asuntos financieros, integrada por:

- Un miembro de la Junta Directiva, nombrado por ella misma.
- Un Empleado Docente de la UIS, designado por la Gerencia.
- Y un Empleado Administrativo de la UIS, designado por el Gerente.
- Y el Gerente

#### 4. COYUNTURA ECONÓMICA Y MERCADO DE VALORES



Las economías parecen pasar buenos o malos momentos, no fáciles de predecir cada uno de ellos; de considerar este hecho, unido a la necesidad que todo inversionista tiene, de conocer y anticipar el comportamiento del mercado para el éxito de su actividad, se entendería el por qué las previsiones que sobre el comportamiento de la economía se elaboran, se constituyen en elementos determinantes a la hora de invertir. Dicen los entendidos que los mercados y las decisiones que en ellos se toman, deben reconocer las dos fuerzas imperantes, pues se ha de obedecer el peso de la oferta y la demanda, pero en el mercado de las inversiones, a estos dos factores se deben adicionar el temor y la ambición, propia de quienes toman estas decisiones basados en expectativas.

Lo anterior refleja la clara influencia que el mercado ejerce en el rumbo de la inversión, donde los factores estratégicos que le gobiernan son: la seguridad, la rentabilidad y la liquidez, se ven afectados por el comportamiento del mercado, con periodos recurrentes de expansión y contracción, denominados ciclos económicos<sup>25</sup>, mismos que definirían diversos caminos a la inversión realizada.

El presente análisis parte de un componente teórico, destinado a explicar el desarrollo de los distintos factores que varían en el transcurso de un ciclo económico. Con base en ello, se intentará realizar una somera aproximación a la evolución de la Economía Colombiana y Mundial.

---

<sup>25</sup> Los ciclos económicos están determinados por picos y valles: “Pico es la transición desde el final de una Expansión hasta el comienzo de una contracción, y valle es el punto de transición entre la recesión y la recuperación.” BODIE, KANE y MARCUS. Op. Cit.

## 4.1 MACROECONOMÍA

¿Es el resultado de las empresas la causa del buen o mal comportamiento económico?, o por el contrario, ¿el resultado del sector empresarial es apenas una consecuencia del entorno económico y sus estados de bienestar?, la verdad, es que estos interrogantes no tienen una única respuesta, pues el comportamiento de las empresas en conjunto, más el aporte del sector público, los individuos que actúan de manera independiente, y sin duda alguna el escenario de actuación interno y externo, definen una economía en términos prácticos; así, que reconocer, cual influye o determina el comportamiento del otro es difícil de determinar.

No existe duda alguna que el desarrollo de la economía es un condicionante de los resultados empresariales, pues ninguna de ellas resulta ajena al mismo, por lo que se hace necesario el análisis macroeconómico general, como soporte de un proceso de inversión.

Aunque es cierto que la mayoría de las economías se encuentran fuertemente relacionadas entre sí, existen muchos aspectos que le imprimen dinámicas independientes unas de otras; estos elementos se conocen como macroeconomía doméstica, y se han querido describir, al igual que las principales variables que afectan su desempeño en reconocimiento a la innegable relación que guardan con el tema objeto de investigación.

- Producto Interno Bruto –PIB-: Es el equivalente económico del valor de todos los productos fabricados en un territorio durante un periodo determinado.
- Producción Industrial: Valoración de la actividad económica enfocada sobre un sector específico de producción.
- Tasa de Desempleo: Porcentaje de la población económicamente activa (Personas entre los 14 y los 60 años) que se encuentran buscando empleo durante los últimos doce meses corridos vs. el total de la misma. La causalidad ampliada de este factor se relaciona con aspectos que van más allá del trabajo, y se interna en el análisis de otros factores de producción.
- Capacidad de Fábrica: Medida del uso, sub-utilización o desuso de la capacidad productiva instalada, medida en horas/máquina.
- Inflación: Tasa de incremento en el nivel general de precios en bienes y servicios. En la economía, cuando se presentan tasas elevadas de inflación, se traduce como una demanda que supera la capacidad de producción del sector industrial (economía sobrecalentada).

- Déficit Fiscal: Faltante monetario en las finanzas del Estado, diferencia negativa entre sus ingresos y egresos. Esta diferencia se compensará a través de la contratación de deuda, al interior o fuera del territorio nacional. La presión que se ejerce al demandar internamente deuda por parte del Estado, incrementa las expectativas de ganancias del público ahorrador y/o inversionista, con el consecuente incremento de las tasas de interés en el mercado.<sup>26</sup>
- Expectativas: El nivel de optimismo de consumidores y productores, frente al devenir de la economía, es un factor determinante en el desarrollo futuro de la misma. Un consumidor confiado en sus ingresos futuros estará dispuesto a incrementar su nivel de gasto; de igual forma, una percepción de mayor demanda por parte de los productores, originaría un mayor nivel de fabricación e inventarios para cubrirla (efecto riqueza); de otra parte, al exceder la producción la capacidad de la industria, se demandará crédito por parte de ella, confiada en las ventas futuras para su pago, que llegarán muy pronto a no darse por saturación y con ello se revertirá el proceso, llegando el no pago de la deuda, la contracción del que compra y del que produce, y la consecuente crisis económica (efecto pobreza) . Este juego de comportamientos, controla por percepción el desarrollo presente y futuro del sector real y financiero de una economía.
- Tipos de Interés: beneficios cifrados en términos de tasas de interés, entregados como recompensa a quienes asumen riesgos en la inversión y exigidos a quienes usan los recursos de terceros para soportar su actividad. Al reconocer el valor de una inversión, en los beneficios asegurados a futuro, se entenderá como los tipos de interés (del mercado = mínimo inflación), con los cuales han de ser traídos a valor presente esos beneficios, reducen el valor de los mencionados flujos de caja y por ende, los atractivos de una alternativa de inversión, de llegar a ser altos. Este hecho lo convierte en factor determinante a la hora de realizar cualquier inversión.

Por su comportamiento ampliamente vinculante entre las distintas variables hasta aquí mostradas, el nivel de las tasas de interés en el mercado, se convierte en uno de los elementos de mayor importancia en el crecimiento y desarrollo económico de un país. Ejemplificando lo anterior, observamos como las variaciones en uno u otro sentido, logra un efecto inversamente proporcional sobre la rentabilidad de activos de renta fija existentes en

---

<sup>26</sup> Un incremento en la demanda de dineros por parte del Estado, obliga a este a salir a ofrecer mejores tasas que las presente en el mercado a fin de cubrir su faltante; hecho que origina una fuerte descapitalización de la economía, por cuanto los inversionistas retirarán sus dineros tanto del sector productivo como del financiero, para orientarlo hacia el gobierno.

A fin de contrarrestar la descapitalización que se presenta, tanto el sector real, como del sector financiero se ven obligados a incrementar sus tasas de captación, factor que se convierte en un multiplicador de la tasa de interés, este comportamiento se conoce como efecto **Crowding-out**.

el mercado, por cuanto exige de sus tenedores mayores o menores (según sea la circunstancia) tasas de cesión para su negociación efectiva.

Por lo anterior, todo modelo de análisis de la conformación de un portafolio de inversiones, requiere, o parte, de una previsión del comportamiento de los tipos de interés y, en especial, del análisis de los siguientes factores:

- Control a la Liquidez, entendida esta como el resultado de:
  - El nivel de ahorro o gasto de las familias
  - La demanda de dinero por parte de las empresas
  - La oferta o demandada neta de fondos por parte del Estado,
  - Otros flujos de efectivo.
- Política Económica<sup>27</sup>: El sentido de la política monetaria aplicada<sup>28</sup> por el regulador económico y de la fiscal<sup>29</sup> a cargo del Gobierno.
  - Y la tasa de inflación esperada.

A pesar de presentarse múltiples tasas de interés (Captación, colocación e intermediación, entre otras), sus comportamientos se encuentran fuertemente correlacionados y, por ello, se toman como si se tratase de uno solo.

---

<sup>27</sup> La política económica desde los tiempos de Keynes, se ha centrado sobre el control de dos tipos herramientas macroeconómicas principales, las que afectan a la demanda de bienes y servicios (Gasto, Inversión y Tributos), y las que actúan sobre la oferta (Ahorro, Crédito e Incentivos monetarios y fiscales).

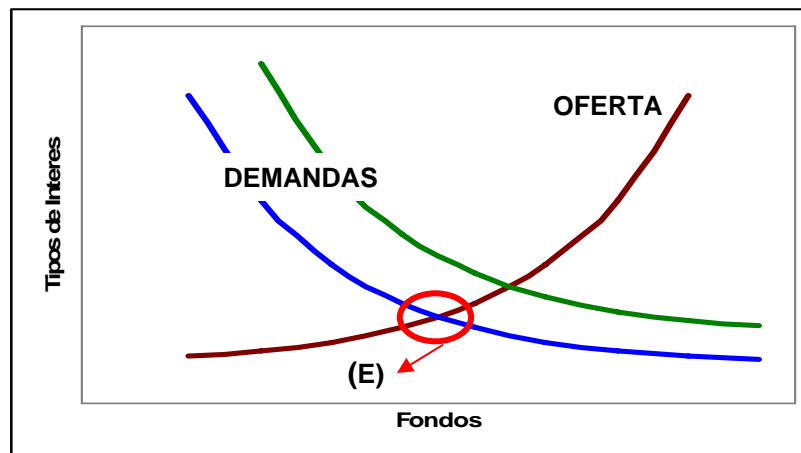
<sup>28</sup> Política Monetaria: "Acciones tomadas por [el ente controlador de la economía] para influir en la masa monetaria o los tipos de interés... se refiere [específicamente] a la manipulación de la masa económica para que afecte la macroeconomía, es el otro pilar principal para afectar la demanda. Funciona en gran medida a través de su impacto en los tipos de interés, el incremento de la masa monetaria [ocasiona] una disminución en los tipos de interés a corto plazo, [originando] fomentando así las inversiones y la demanda de consumo.

Sin embargo, para periodos más largos, los economistas consideran que una mayor masa monetaria conlleva solo un nivel de precios más altos [Inflación] y no tiene un efecto permanente en la actividad económica. Por tanto, las autoridades monetarias se enfrentan a una difícil tarea de equilibrio, la **política monetaria expansiva**, probablemente hará que bajen los tipos de interés y, por tanto, se estimulen las inversiones y cierta demanda de consumo a corto plazo, pero al final estas circunstancias llevarán solo a una subida de los precios...

La política monetaria afecta de una manera mas indirecta sobre la economía..." BODIE, KANE y MARCUS. Op. Cit.

<sup>29</sup> Política Fiscal: "Hace referencia al gasto del estado y a las acciones tributarias y forma parte <<de la gestión de la demanda>>, es probable que se trate de la forma mas perfecta de estimular o ralentizar la economía. La disminución del gasto público reduce directamente la demanda de bienes y servicios. Del mismo modo, la subida de los tipos de interés reducen inmediatamente los ingresos de los consumidores y dan como resultado un descenso bastante rápido del consumo." Ídem.

Figura 2. Variación de la Oferta y Demanda de Fondos, según los Tipos de Intereses



Fuente: BODIE, KANE y MARCUS. Op. Cit

La figura muestra que si los intereses son altos, la curva de oferta de dinero, contará con una tendencia positiva, por cuanto las familias e inversionistas pospondrán sus planes de gasto e inversión, a fin de obtener mayores rendimientos de sus dineros (entendiendo el ahorro como sacrificio presente del consumo, a cambio de beneficios en el futuro). Por su parte, la curva de demanda, para el caso de bajos intereses, contará con tendencia negativa, puesto que a menor tasa, tanto familias como sector productivo, demandarán mayor cantidad de fondos para su consumo y proyectos de inversión, por pérdida de alicientes para el ahorro.

El equilibrio se alcanza en el punto de intersección de las curvas de oferta y demanda (E), donde a través de las políticas fiscales y monetarias, las curvas tanto de oferta como de demanda, pueden ser desplazadas hacia la izquierda o a la derecha. Por tanto, mientras que determinantes de los tipos de interés, son las propensiones marginales al gasto, inversión y ahorro, la tasa real puede verse afectada por políticas fiscales y monetarias.

- Tasa de Cambio: Un factor determinante de la competitividad es el Tipo de Cambio<sup>30</sup>, por cuanto cualquier fluctuación en este último, ocasionará un efecto igual o ampliado sobre el precio final del producto transado.

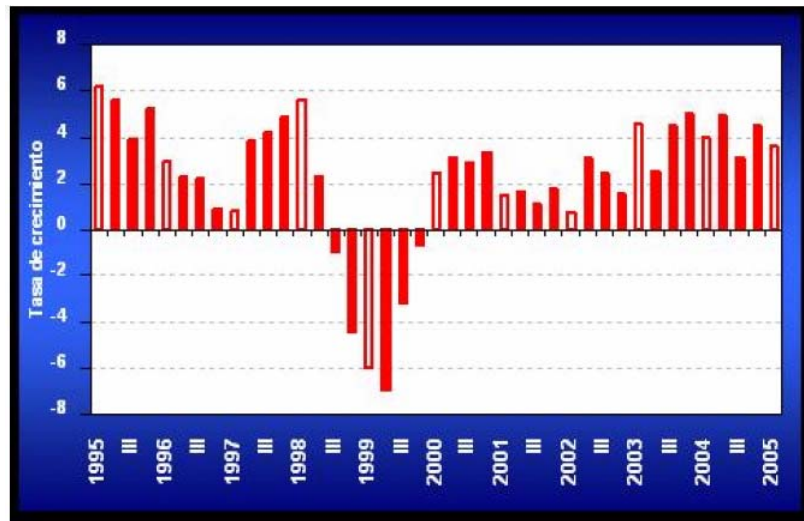
<sup>30</sup> "Tipo al cual la moneda de un país se puede convertir en una moneda extranjera". BODIE, KANE y MARCUS. Op. Cit.

#### 4.1.1 PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

El comportamiento de la economía puede y debe ser analizado a la luz de los indicadores macroeconómicos anteriormente referenciados, pues el mismo no puede desligarse de la evolución de factores tales como: producto interno bruto, el tipo de cambio, los niveles de las tasas de interés, la inflación y devaluación, los niveles de deuda pública interna y externa, etc.

##### 4.1.1.1 Producto Interno Bruto –PIB-:

Figura 3. Evolución del Producto Interno Bruto 1995-2005



Fuente: DANE

Una aproximación general a la situación actual de la economía durante el año 2004, la presentó Patricia Cárdenas, directora de Asobancaria en la apertura del Simposio de Mercado de Capitales (Mayo de 2005), donde afirmaba:

*“Sin lugar a dudas, hoy podemos decir que 2004 fue un buen año para la economía en general... Los tiempos de crisis quedaron atrás, gracias a las políticas adoptadas por las autoridades económicas y a los esfuerzos de las entidades financieras. El aporte del sector financiero a la generación de una mayor dinámica del consumo privado, permitió que los hogares demandaran bienes y servicios con cargo a su ingreso futuro, haciendo que la limitación de ingresos presentes no restringiera su capacidad de compra. No hay que perder de vista que el consumo representa cerca*

*de 62% del PIB, y que por lo tanto su desempeño va a determinar el comportamiento de la economía en su conjunto.”<sup>31</sup>*

Actualmente, el país atraviesa por un buen momento económico *“Por segundo año consecutivo, el PIB en 2004 creció 4%. Desde el tercer trimestre de 2003 la demanda interna ha crecido por encima de 4%, siendo la inversión privada el componente más dinámico”<sup>32</sup>*. Y todo parece indicar que este comportamiento se mantendrá durante lo que resta del año, de no presentarse mayores alteraciones en el ámbito interno o externo.

Durante el primer trimestre del 2005, el crecimiento desacelera su marcha, no obstante:

*“...el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2005 fue de 3,61% menor al 4,49% del último trimestre, y al 3,96% del primero de 2004. Sin embargo, entre los académicos las malas noticias no generaron gran preocupación por el desempeño de la producción, sino por la precisión de las estadísticas.*

*A la vez que las exportaciones no tradicionales crecían 28,8% la producción manufacturera del primer trimestre, según el DANE, caía 1%, simultáneamente, la encuesta de la ANDI, mostraba un crecimiento de la producción del 6.6% durante el primer trimestre de 2005, comparada con el mismo periodo del 2004...*

*La discrepancia abrió una discusión en la que se dudo de todas las cifras, los investigadores de FEDESARROLLO están seguros que tendrán los datos de los primeros trimestres del año, para incorporar el total de las exportaciones en la producción manufacturera nacional. <<“El trimestre no fue tan malo como lo planteó el DANE>> dice Mauricio Cárdenas director de FEDESARROLLO”<sup>33</sup>.*

Para el segundo trimestre de este año, el comportamiento observado muestra que se retoma la senda de crecimiento. Hoy el desarrollo del país, se percibe mejor y entre las razones del mismo se destacan:

Impulso la demanda Interna 3.7% (real), el consumo de los hogares continuaría fortaleciéndose, impulsado por la mejora en el ingreso disponible y la política monetaria amplia.

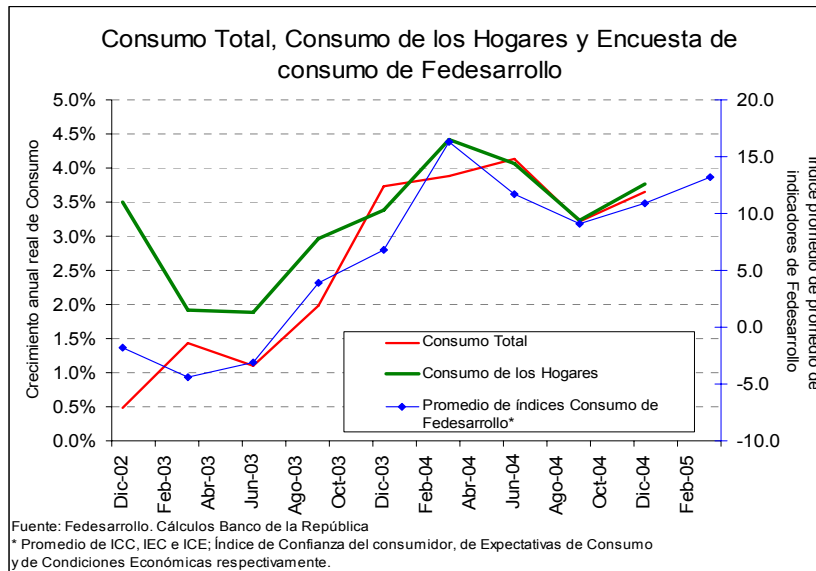
---

<sup>31</sup> Palabras de instalación de la Doctora Patricia Cárdenas Santa María en el Simposio de Mercado de Capitales. Medellín, 5 de mayo de 2005

<sup>32</sup> José Darío Uribe. Gerente General – Banco de la República Situación Macroeconómica y Política Monetaria. Mayo 4, 2005

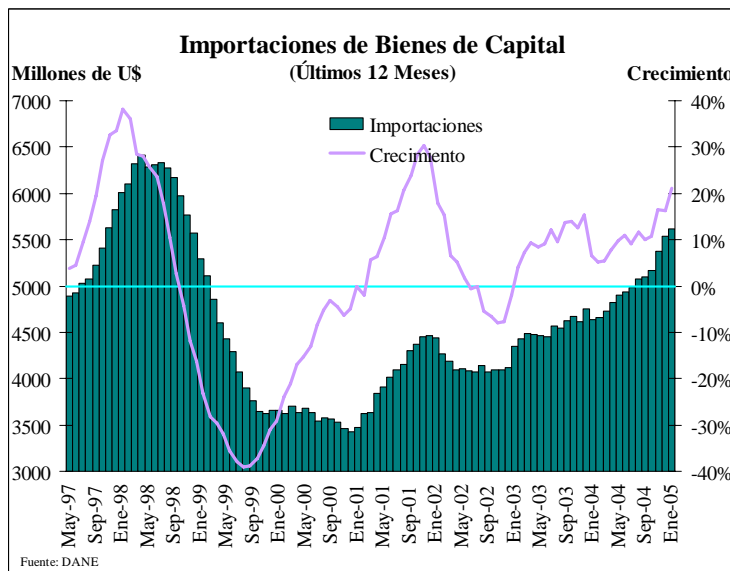
<sup>33</sup> A.A.A. REVISTA DINERO, 5 DE Agosto 2005

Figura 4. Consumo Total, Consumo de los Hogares y Encuesta de Consumo



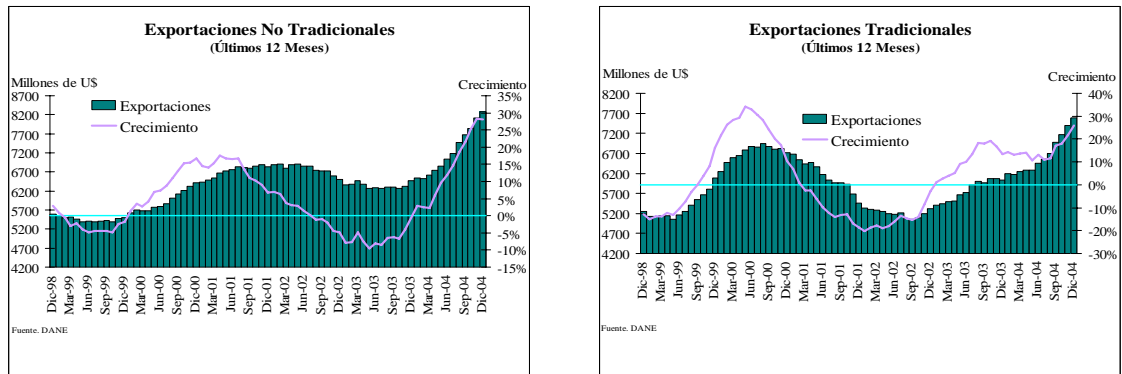
Crecimiento en la inversión en términos reales del 13%, la inversión en maquinaria y equipo posiblemente continuará siendo dinámica, a juzgar por el comportamiento reciente de las importaciones de bienes y capital. Al tiempo se espera un repunte importante de obras civiles y una moderada desaceleración de la construcción de vivienda.

Figura 5. Importaciones de Bienes de Capital



Y las exportaciones están disparadas, pese a las quejas de los exportadores, por el impacto de la devaluación, las exportaciones crecen a tasas muy altas. Tanto las tradicionales como las no tradicionales

Figura 6. Exportaciones Tradicionales y No Tradicionales



Hoy día, cálculos preliminares con un modelo de equilibrio general indican que el crecimiento podría ser mayor al 4%, aunque son varios los puntos que tienen en vilo la consolidación de un crecimiento económico sostenido para lo que resta del año, entre estos: El efecto financiero del pronunciamiento de la Corte constitucional sobre la reelección, el aumento en las tasas de interés de Estados Unidos, el desajuste de las finanzas públicas y el aumento exagerado de las importaciones.

*“Por lo pronto sino se desata una crisis y si la inversión y las exportaciones mantienen la tendencia, Colombia tendrá un crecimiento económico del 3,7%. No es una noticia extraordinaria, a ese paso tomará 36 años duplicar el ingreso per cápita, cuando otros lo hacen en 9”<sup>34</sup>*

<sup>34</sup> A.A.A.A. REVISTA DINERO, Julio 22 de 2005

Al respecto las opiniones de los expertos revelan lo siguiente:

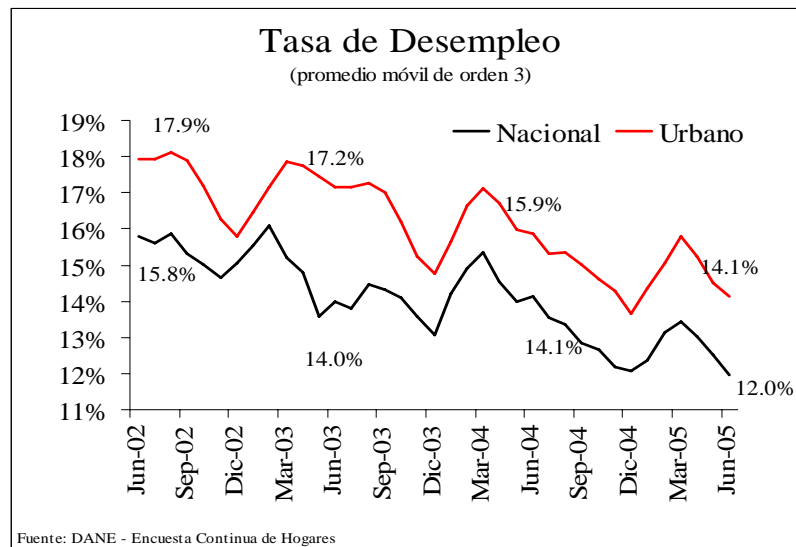
Tabla 6. Opiniones de Expertos sobre el Crecimiento Económico

	2005	2006
Asociación Nacional de Inst. Financieras	3.8	-
Banco de Bogotá	3.8	4.2
Banco Santander Colombia	3.8	3.6
Bancolombia	3.8	3.7
BBVA Banco Ganadero	4.1	3.5
Bear Stearns	3.9	3.5
BNP Paribas	3.7	3.5
Citigroup Global Markets Inc.	4.0	3.7
Corporación Financiera del Valle	4.0	4.5
Corredores Asociados	3.5	3.9
Credit Suisse First Boston	3.5	3.6
Deutsche Bank	3.6	3.8
Dresdner Bank Lateinamerika	4.0	-
Goldman Sachs	3.5	3.6
HSBC	3.5	-
Javier Fernández Riva y Asociados	3.0	2.2
JP Morgan Chase	3.5	3.3
Merrill Lynch	3.4	3.2
Morgan Stanley	3.0	3.4
Suvalor-Corfinsura	3.5	3.6
UBS	4.2	3.7
Consensus	3.7	3.6
30 days ago	3.0	3.0
60 days ago	3.6	3.6
90 days ago	3.6	3.6
Minimum	3.0	2.2
Maximum	4.2	4.6
Median	3.7	3.6
Standard Deviation	0.6	13.0

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast, julio de 2005

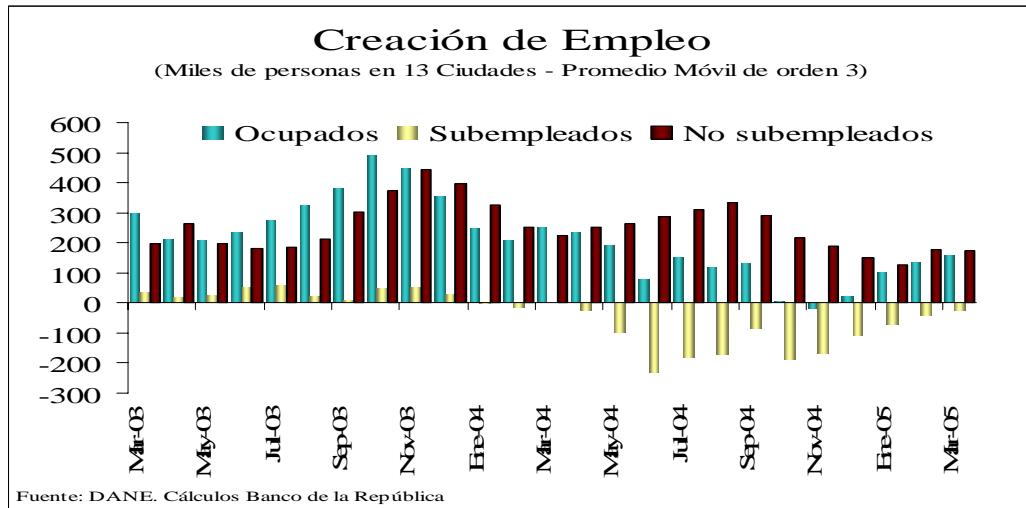
#### 4.1.1.2 Tasa de Desempleo:

Figura 7. Evolución de la Tasa de Desempleo



La tendencia del desempleo en el país, se ha venido disminuyendo considerablemente desde junio de 2002, y la mejora en las condiciones de trabajo se evidencia en la gráfica a continuación, la cual revela una aceleración en la creación de empleo formal y muestra reducciones sostenidas en el nivel de subempleo.

Figura 8. Variación en la Creación de Empleo

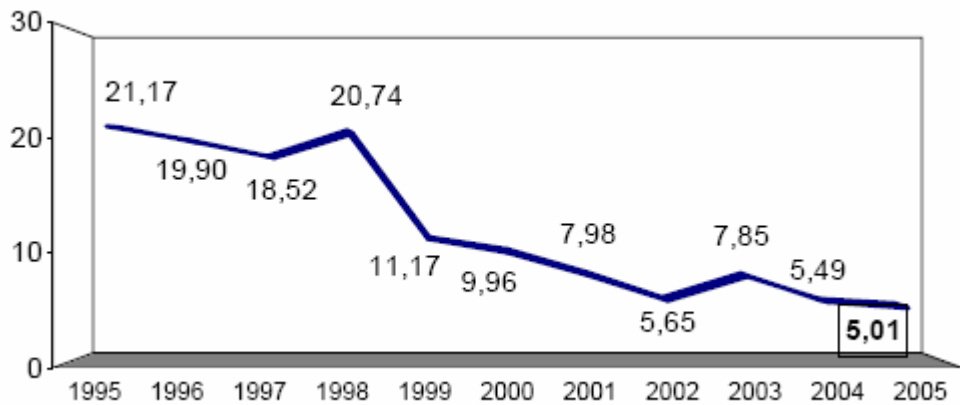


Sin embargo, destaca que no hay que perder de vista que aún existen dos problemas que deben considerar con prioridad el gobierno y el sector privado, la precaria calidad del empleo y la limitada capacidad de la economía para crear nuevos puestos de trabajo.

#### 4.1.1.3 Inflación:

La inflación ha disminuido consistentemente durante los últimos años, de niveles superiores al 20% en la década de los noventa, ahora se ubica prácticamente en el 5%.

Figura 9. Evolución de la Inflación 1995-2005



Fuente: DANE

La meta de inflación de 2004 se cumplió y existe alta probabilidad que caiga a los niveles necesarios para dar cumplimiento a lo estipulado para el 2005 y 2006<sup>35</sup>.

La tabla a continuación presenta la opinión de expertos en la materia, sobre lo que se espera sea el índice de Inflación para el 2005 y 2006:

Tabla 7. Opinión de Expertos sobre la Inflación

	2005	2006
Asociación Nacional de Inst. Financieras	5.5	-
Banco de Bogotá	5.0	-
Banco Santander Colombia	5.1	4.7
Bancolombia	5.3	5.0
BBVA Banco Ganadero	5.1	5.0
Bear Stearns	5.0	5.0
BNP Paribas	5.0	5.3
Citigroup Global Markets Inc.	5.2	5.0
Corporación Financiera del Valle	5.2	5.0
Corredores Asociados	5.3	6.0
Credit Suisse First Boston	5.0	5.0
Deutsche Bank	4.9	6.0
Dresdner Bank Latinamerika	5.4	5.5
Goldman Sachs	5.1	4.6
HSBC	5.3	-
Javier Fernández Riva y Asociados	5.3	5.3
JP Morgan Chase	5.5	5.3
Merrill Lynch	5.7	5.5
Morgan Stanley	5.5	5.8
Suvalor-Corfinura	5.0	5.0
UBS	4.5	4.5
Consensus	5.2	5.2
30 days ago	5.3	5.2
60 days ago	5.3	5.2
90 days ago	5.3	5.2
Minimum	4.5	4.5
Maximum	5.7	6.0
Median	5.2	5.0
Standard Deviation	5.1	8.4

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast, julio de 2005

Se observa una caída en los niveles de Inflación, lo cual en parte se debe a los productos transables, efecto coherente con la revaluación del peso, pero también se han presentado descenso en la inflación de no transables, la cual a la fecha se dirige hacia la meta estipulada, especial en lo relacionado con la inflación sin alimentos.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación de los últimos meses observa un comportamiento estable con tendencia decreciente. El comportamiento de la inflación para

<sup>35</sup> "Una inflación baja contribuye al uso más eficiente de los recursos productivos y promueve la inversión; evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que terminan perjudicando a quienes tienen menos recursos y no pueden protegerse contra los efectos negativos de la inflación; y contribuye a la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para el crecimiento alto y sostenido." BANCO DE LA REPUBLICA. En: "Informe al Congreso de la Republica". Julio de 2005

el segundo trimestre del año 2005 se ha caracterizado por un ascenso en el consolidado total y de los indicadores de inflación básica, reducción de las expectativas de inflación, disminución de la inflación de no transables y reducción de la inflación de transables.

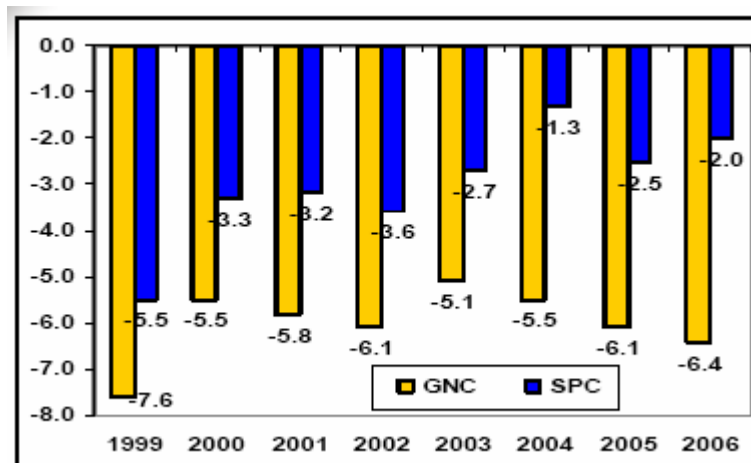
#### 4.1.1.4 Déficit Fiscal:

De acuerdo con las cifras oficiales, el déficit fiscal en 2004 fue de 1,2% del PIB, cerca de 3 billones por debajo de la meta de 2,5%. No obstante, la tendencia ha cambiado y actualmente, el panorama de mediano plazo (2008 – 2009), se constituye en el principal riesgo para la sostenibilidad del crecimiento y podría generar una fuerte devaluación<sup>36</sup>, por cuanto se ha venido consolidado una situación fiscal adversa.

Al respecto, Asobancaria en palabras de su directora plantea como puntos pendientes los siguientes, en los cuales se encontraría la solución requerida:

*“... La puesta en marcha de reformas estructurales que apunten a solucionar los desequilibrios en nuestro sistema tributario, pensional, de transferencias a las entidades territoriales, así como a corregir las inflexibilidades que impone el Estatuto Orgánico del Presupuesto...”<sup>37</sup>*

Figura 10. Superávit Projectado Consolidado -SPC- y Gasto Nacional Consolidado -GNC-

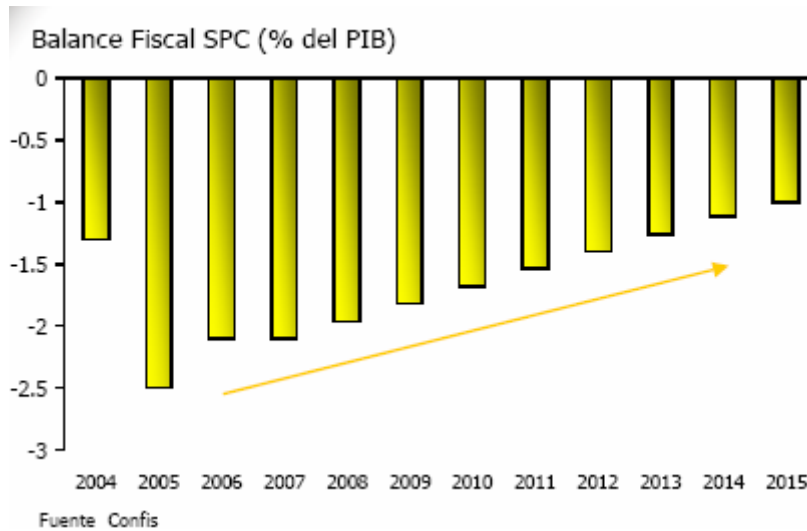


Fuente: Estudios CORFINSURA -Junio 2005-

<sup>36</sup> “...Persisten factores de riesgo macroeconómico que deben afrontarse oportunamente. El más importante es la situación fiscal, que se refleja en el tamaño del déficit del Gobierno central y en los niveles de deuda pública que, a pesar de su reducción como proporción del PIB en el último año, siguen siendo altos.” BANCO DE LA REPUBLICA. “Informe al Congreso de la Republica”. Julio 2005.

<sup>37</sup> CÁRDENAS, Patricia. Directora de Asobancaria. En: Apertura del Simposio de Mercado de Capitales (Mayo de 2005).

Figura 11. Evolución del Balance Fiscal del Sector Publico Consolidado 2004-2015



A la hora de indagar a los profesionales, sobre el comportamiento que mostrará el déficit fiscal durante los meses que vienen en el segundo semestre del año 2005, y en el año siguiente, se percibe poca credibilidad frente al cumplimiento de la meta establecida para el 2006 (2% del PIB).

Tabla 8. Opinión de los Expertos sobre el Déficit Fiscal

	2005	2006
Asociación Nacional de Inst. Financieras	-2.4	-2.4
Banco de Bogotá	-2.5	-
Banco Santander Colombia	-2.5	-2.1
Bancolombia	-2.4	-2.3
BBVA Banco Ganadero	-2.4	-2.2
Bear Stearns	-	-
BNP Paribas	-2.6	-2.1
Citigroup Global Markets Inc.	-2.5	-2.8
Corporación Financiera del Valle	-	-
Corredores Asociados	-2.5	-2.9
Credit Suisse First Boston	-2.5	-2.2
Deutsche Bank	-	-
Dresdner Bank Lateinamerika	-2.8	-2.7
Goldman Sachs	-2.5	-3.0
HSBC	-2.4	-
Javier Fernández Riva y Asociados	-2.4	-2.5
JP Morgan Chase	-2.3	-2.5
Merrill Lynch	-2.5	-2.5
Morgan Stanley	-2.5	-
Suvalor-Corfinura	-2.7	-2.5
UBS	-2.5	-2.5
Consensus	-2.5	-2.5
30 days ago	-2.7	-2.7
60 days ago	-2.5	-2.5
90 days ago	-2.8	-3.0
Minimum	-2.8	-3.0
Maximum	-2.3	-2.1
Median	-2.5	-2.5
Standard Deviation	4.5	11.2

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast

#### 4.1.1.5 Tipos de Interés:

En referencia a la liquidez, se viene presentando un exceso originado en:

- Frente al ahorro interno se encuentra que: "...este año se usará muy poco ahorro externo, pues eso es lo que señala un déficit de cuenta corriente de cosa del 1% del PIB... el ahorro interno no solo nos está alcanzando hoy para financiar un auge de la inversión, sino que ha permitido consolidar una gran baja en las tasas de interés reales"<sup>38</sup>.
- Los cálculos de Skandia-ANIF (Junio 2005), revelan un nivel de retraso en el ahorro (tan solo asciende a un 15% del PIB), las proyecciones muestran que solo el 30% de los hogares colombianos puede ahorrar (cerca de un 6% de sus ingresos mensuales), y en su mayoría se trata de aportes obligatorios a los Fondos de Pensiones, el restante 70% no hace ningún tipo de ahorro
- Por su parte, el sector financiero se encuentra saturado de fondos líquidos, de los cuales destinaron una parte a la compra de activos financieros (aumentos de 7.7 billones en inventarios en títulos TES, de mayo de 2004 a mayo de 2005), sin embargo, la inminencia de un riesgo de mercado por posible aumento de la tasa de interés en el largo plazo, ha hecho que muchos comisionistas y sociedades fiduciarias se han visto en la obligación de dejar su dinero en cuenta de ahorro o, a abrir CDT's; no obstante parece ser que estos " ...nuevos recursos no...[están] irrigando al sector real de la economía"<sup>39</sup>.
- En lo referente al Gobierno<sup>40</sup>, se establece que: "...La política monetaria ha contribuido a la suavización del ciclo económico, impulsando el gasto y el crecimiento del PIB y el empleo cuando la economía opera por debajo de su capacidad productiva y la inflación se dirige hacia las metas."<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> FERNANDEZ RIVAS, Javier. "Bonanza de Liquidez y Ahorro". en: REVISTA DINERO Julio 22 DE 2005.

<sup>39</sup> CARDENAS, Patricia. Op. Cit.

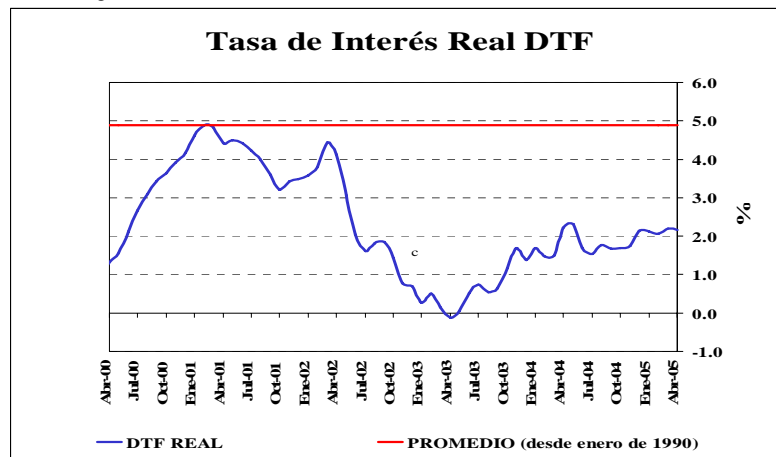
<sup>40</sup> "El Banco de la República ha mantenido sus tasas de interés de intervención en niveles que juzga coherentes con el logro de las metas de inflación y que impulsan el crecimiento económico de corto plazo. Estos niveles corresponden a tasas de interés reales históricamente bajas, a las que el Banco ha suministrado toda la liquidez primaria demandada por el sistema financiero a través de operaciones Repo. Lo anterior se ha complementado con la compra masiva de reservas internacionales. En un ambiente de mayor confianza en la economía, esta postura amplia de la política monetaria ha contribuido al saneamiento de los balances de las empresas y de los hogares y a la recuperación del crédito y del gasto interno." BANCO DE LA REPUBLICA. Informe al Congreso de la Republica. Julio de 2005.

<sup>41</sup> José Darío Uribe. Gerente General – Banco de la República Situación Macroeconómica y Política Monetaria. Mayo 4, 2005

- Adicionalmente, se revela un incremento considerable en la llegada de capitales extranjeros, producto de inversión extranjera directa y de remesas recibidas.
- El mundo está atravesando por un momento de gran liquidez monetaria, debida, principalmente a: El aumento de un 100% en los precios del petróleo, el ahorro de las empresas estadounidenses en la forma de utilidades no distribuidas, el aumento de las provisiones para pensiones en Europa y Japón, y la rápida acumulación de recursos que está realizando China a partir de sus superávits comerciales.
- Como consecuencia de esta abundancia de recursos en el mundo, los administradores del ahorro mundial se han volcado hacia los mercados emergentes en busca de mayor diversificación y rentabilidad, es así, como en mayo de 2005, el saldo de las inversiones de los fondos extranjeros en Colombia, creció un 188% en comparación con igual periodo de 2004 (964 millones de dólares)<sup>42</sup>.
- Por concepto de remesas entraron 923 millones de dólares, 9% más que en referencia al primer trimestre de 2004, superando las exportaciones de dos de los principales commodities colombianos: Café y Carbón.

Y por tanto, su efecto ampliado se ha reflejado sobre la tasa de interés real, la cual se mantienen históricamente baja (la tasa promedio de captación DTF durante los últimos años no supera el 2%).

Figura 12. Evolución de la Tasa de Interés Real DTF

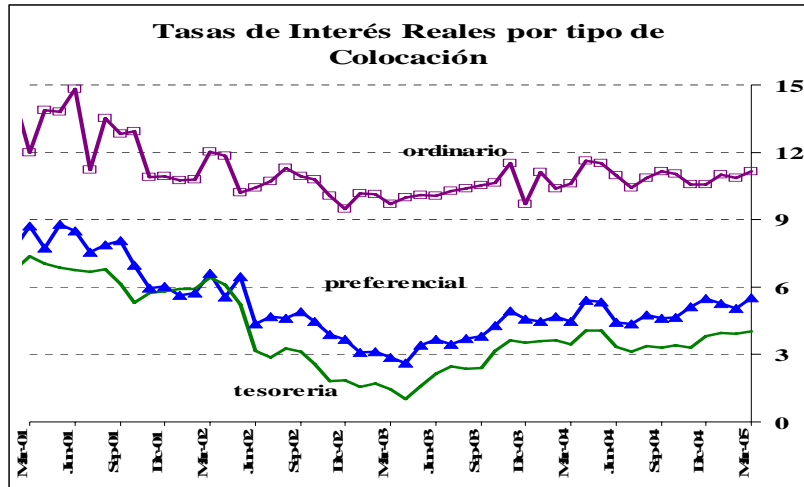


Fuente: Superbancaria

<sup>42</sup> Redacción DINERO. "Invierta como los Profesionales". En: Revista DINERO. Publicaciones DINERO Ltda. Julio 22 de 2005.

De igual modo, al revisar las tasas de colocación, se observa que estas han venido presentando, desde mayo de 2003, un comportamiento especialmente bajo y estable.

Figura 13. Tasas de Interés Reales por Tipo de Colocación



Fuente: Banco de la República

De la revisión de las proyecciones de los expertos se estima que la tasa promedio de captación para la muestra de CDT's a 90 días, para el 2005 y 2006, estará ubicada en:

Tabla 9. Opinión de Expertos sobre tasa promedio de captación para la muestra de CDT's a 90 días

	2005	2006
Asociación Nacional de Inst. Financieras	8.0	-
Banco de Bogotá	8.0	-
Banco Santander Colombia	7.7	9.0
Bancolombia	7.5	7.6
BBVA Banco Canadense	6.0	6.0
Bear Stearns	9.2	9.5
BNP Paribas	-	-
Citigroup Global Markets Inc.	7.6	7.6
Corporación Financiera del Valle	7.7	7.9
Corredores Asociados	7.6	11.3
Credit Suisse First Boston	8.0	9.0
Deutsche Bank	-	-
Dresdner Bank Lateinamerika	7.0	7.9
Goldman Sachs	8.5	8.2
HSBC	8.0	-
Javier Fernández Riva y Asociados	6.6	9.6
JP Morgan Chase	8.5	8.5
Merrill Lynch	8.7	8.9
Morgan Stanley	-	-
Suvalor-Corfinsura	8.0	8.3
UBS	7.4	8.3
Consensus	7.8	8.5
30 days ago	7.0	8.6
60 days ago	8.1	8.0
90 days ago	8.2	8.6
Minimum	6.0	6.0
Maximum	9.2	11.3
Median	7.9	8.3
Standard Deviation	10.6	11.1

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast, Julio de 2005

Finalmente, en cuanto al manejo de la política monetaria y su incidencia sobre la tasa de interés es importante recalcar que la actual inundación de dinero líquido puede desencadenar un grave riesgo para la economía, por cuanto si la tasa de interés se llega a disparar:

- Para el caso de las acciones, pudiese presentarse una baja en sus precios, lo cual conlleva graves pérdidas de capital para los inversores.
- De igual forma, el panorama para el caso de renta fija, sería grave, pues la alta concentración en TES de largo plazo que existe en el mercado<sup>43</sup> ocasionaría que, ante la subida de las tasas de interés, se presentase una descolgada en sus precios. Efecto magnificado por que el actual sistema de valoración obligaría a los bancos a registrar pérdidas netas en los balances y por ende se aumentaría la necesidad de salir a venderlos al descuento, lo antes posible.

Esta espiral negativa del mercado se conoce como efecto Crowding-out (ver ítem 0)

#### **4.1.1.6 El Mercado de Valores Colombiano**

Frente al mercado de Valores Colombiano, Asobancaria asumiendo la vocería de los gremios, expresó:

*“Durante la década de los ochenta, Colombia formaba parte del grupo de países considerados como principales emisores de acciones y en años recientes perdió esta participación, llegando a la fecha a contar con un volumen transado inferior al del resto de la región.*

*El tamaño del mercado colombiano representa la mitad del promedio registrado en América Latina, en cuanto al número de empresas inscritas en Bolsa, los registros para América Latina son superiores en un 30% a los observados en Colombia. De la misma manera, el tamaño de las empresas inscritas es considerablemente inferior al del resto de la región.*

*En lo que respecta al nivel de integración con el mercado mundial, los indicadores son inferiores en más de la mitad a los registrados para el promedio de América Latina.*

*Los costos de transacción de nuestro mercado, superan ampliamente los de otros países emergentes.*

*En Colombia, las empresas se financian en un muy bajo porcentaje a través del mercado de valores. Del total de recursos para inversión, el 1.6% proviene de*

---

<sup>43</sup> “...estos papeles representan el 39% de las inversiones de los Bancos”. Redacción DINERO. “Invierta como los Profesionales”. Op. Cit.

acciones y el 0.3% de bonos. En su mayoría, los recursos provienen del crédito bancario y de la reinversión de utilidades.

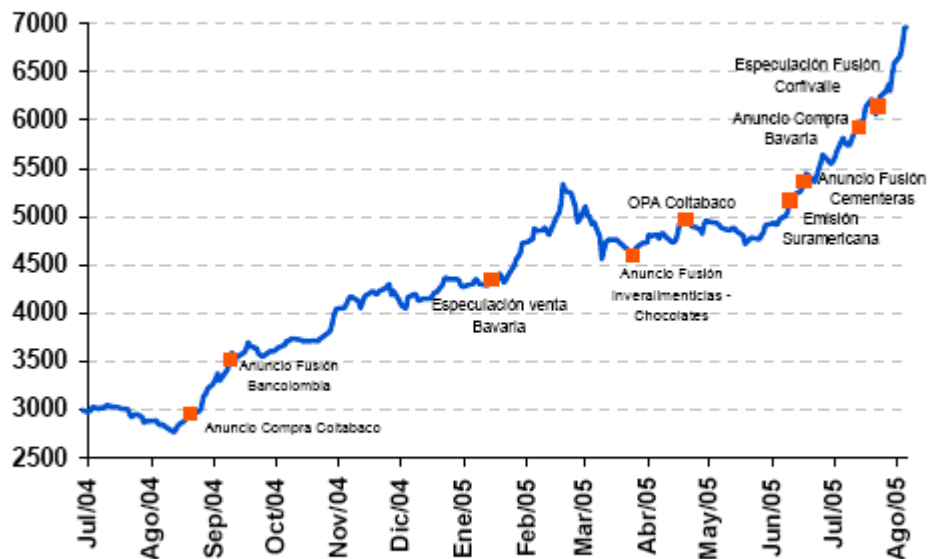
Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales no es todavía la óptima, debido a varios factores dentro de los que se destacan la restringida oferta de instrumentos y las limitaciones a las inversiones del portafolio.

Hasta el momento se han hecho importantes esfuerzos que han contribuido a su dinamismo reciente: la mayor estabilidad de variables macroeconómicas como las tasas de interés y la inflación, la unificación de las tres bolsas de valores, que ha sido factor determinante para eliminar la segmentación de los mercados y lograr una estructura más eficiente.”

En cuanto al índice de General de la Bolsa de Colombia –IGBC–, se observa que ha experimentado un rápido ascenso, especialmente durante el segundo semestre de 2004 (El aumento del índice a noviembre durante los últimos 12 meses alcanzó 92%, con lo cual rompió la barrera de los 4200 puntos básicos).

Figura 14. Índice Global de la Bolsa de Valores Colombiana 2004-2005

### Evolución IGBC y eventos de impacto (últimos doce meses)



Fuente: BVC, SUVALOR.

## 4.2 REPASO A LAS PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS GLOBALES

### 4.2.1 COLOMBIA Y EL CONTEXTO INTERNACIONAL

#### 4.2.1.1 Generalidades

Durante los años noventa la mayor parte de las relaciones de los países latinoamericanos con el mundo, se dio a través de dos vías: La exportación de commodities y la inversión extranjera directa –IED-.

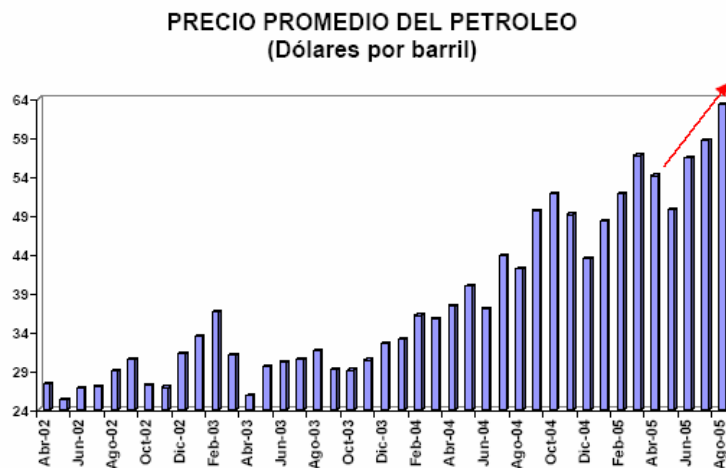
Respecto a esta última, la década del 90 significó para Latinoamérica un difícil proceso de flexibilización de sus mercados cambiarios, monetarios y laborales, con el fin de intentar atraer nuevamente la IED. Empero, el daño histórico en las relaciones con el mundo, era evidente y la región debió competir por atraer a estos inversionistas, especialmente con un sureste asiático ya consolidado. Esta estrategia de recuperación de la IED tuvo que ir acompañada también de elevados volúmenes de endeudamiento público externo, ante el fracaso de una política fiscal expansiva presionada por los crecientes gastos territoriales y pensionales.

Con el advenimiento de las crisis Asiática, Rusa, Brasileña y Argentina de finales de los años noventa, y sus coletazos sobre América Latina, se produjo un “frenazo súbito” del endeudamiento y la IED. Pasada la crisis, la región asiste a un revivir de la IED, la cual pasó de US \$39.100 millones en 2003 a US \$ 56.400 millones al cierre de 2004 (un incremento del 44%).

ANIF anota que *“La economía mundial ha pasado por uno de sus mejores momentos durante 2004. En particular Latinoamérica, las principales economías en desarrollo y prácticamente todas las economías desarrolladas también contaron con una dinámica económica importante durante ese año.”*

En el 2005, los máximos históricos del petróleo atizan la inflación americana, tal como lo previeron los analistas. Aunque en la reciente decisión de la FED se reconoció la presión inflacionaria de corto plazo, la FED no puede cantar victoria si el precio del barril de petróleo mantiene su curso (ver Figura No.15).

Figura 15. Evolución del Precio del Barril de Petroleo 2002-2005



Fuente: Corredores Asociados

Esta es una razón de peso para pensar que la supuesta pausa en el aumento de las tasas de la FED va a ocurrir en el 2006 y no en el 2005. Si la inflación americana desborda las expectativas, el previsible aumento en las tasas de los treasuries se trasladará hacia los TES.

#### 4.2.2 ESTADOS UNIDOS

El crecimiento de Estados Unidos juega un importante papel dentro de la dinámica mundial<sup>44</sup>. El comportamiento exhibido se relaciona a continuación:

Las tasas de intervención de la Federal Reserve FED alcanzaron niveles mínimos históricos entre mediados de 2003 y mediados de 2004, como respuesta a la recesión económica de 2001-2002.

Durante 2004 fue el responsable de una cuarta parte del crecimiento económico mundial al crecer a una tasa cercana a 4,3%. Esta recuperación se acompañó de un deterioro continuado en los balances fiscales y externos. Todo esto se reversó sobre la moneda, originando una depreciación de la misma.

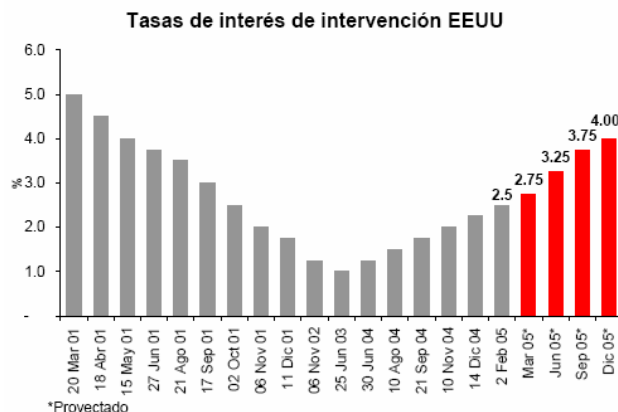
<sup>44</sup> "El mercado de capitales de Estados Unidos es el más amplio y profundo del mundo, por lo cual el desempeño de sus indicadores líderes, tales como los rendimientos de los bonos del Tesoro, revelan la actualidad de una economía donde los inversionistas trasladan no sólo sus expectativas sino también sus recursos dependiendo del nivel de riesgo y el estado actual de la actividad productiva, lo cual debe ser tenido en cuenta por nuestros mercados para poder proyectar correctamente lo que va a suceder al interior de los mismos." . CORFINSURA. "Guía para la lectura de informes". Consultada el 1 de septiembre de 2005. Disponible en: [www.corfinsura.com.co](http://www.corfinsura.com.co)

Al realizar un seguimiento al comportamiento de la Federal Reserve y sus consecuencias sobre el desarrollo de la economía se observa que:

"Aumentó su tasa primaria de intervención en cinco ocasiones, 25 puntos básicos en cada ocasión, durante el segundo semestre del año 2004.

En lo corrido del año 2005, se han continuado los incrementos en la tasa de intervención presentándose una variación de 25 puntos básicos"<sup>45</sup>.

Figura 16. Evolución de la Tasa de Intervención Americana 2001-2005



Fuente: Reserva Federal – Corfivalle.

### 4.2.3 BRASIL

Los choques que sufre la economía del Brasil son relevantes a la hora de analizar el comportamiento reciente y futuro de algunas variables macroeconómicas colombianas<sup>46</sup>. El mecanismo de transmisión de estos choques es la percepción de riesgo de las economías latinoamericanas en los mercados financieros internacionales, p.e.: El fuerte proceso de devaluación del peso ocurrido en el segundo semestre de 2002, y los demás periodos de devaluación de los últimos cuatro años, han estado asociados a cambios en el EMBI del Brasil; Por tanto, Colombia podrá adquirir compromisos internacionales a un menor costo en la medida en que Brasil logre un desempeño económico sólido y favorable.

El comportamiento de la economía del Brasil fue excepcional durante el 2004. Tras sufrir una leve contracción durante 2003, el FMI espera un crecimiento de 4,0%. El consenso más reciente de analistas latinoamericanos espera incluso una tasa de crecimiento mayor (5,0%). El buen comportamiento de la economía del Brasil durante este año ha contado con dos motores diferentes. Las exportaciones fueron el principal componente del crecimiento

<sup>45</sup> CORFIVALLE. Informe Mensual de Deuda Pública. CORFIVALLE. Colombia: Febrero 2005.

<sup>46</sup> En efecto, se estima que un aumento de 100 puntos básicos del EMBI del Brasil incrementa el EMBI de Colombia en 15 puntos básicos.

durante el primer semestre, pero el consumo privado pasó a jugar este papel desde entonces. Todas estas señales permiten una menor percepción de riesgo en los mercados internacionales.

#### 4.2.4 VENEZUELA

Por su lado, el comportamiento de la economía de Venezuela explica parte de la dinámica económica de Colombia durante 2004. El país vecino continúa en un proceso de recuperación posterior a la fuerte crisis económica de 2002 y 2003. Incluso, las tasas de crecimiento del producto hasta el tercer trimestre del año han permitido que el nivel de la actividad económica haya alcanzado los niveles previos a la crisis. Pero el proceso normal de rebote de la economía ha contado con el impulso adicional de los altos precios del petróleo en los mercados internacionales. Esto ha permitido una recuperación más rápida a la esperada inicialmente. El valor de las exportaciones totales de Venezuela ha crecido continuamente desde principios de este año y se encuentra en niveles que no se veían desde 1997. Estos hechos también aplican para el superávit de la cuenta corriente.

Las exportaciones de Colombia hacia el país vecino han sido favorecidas por esta dinámica. Entre enero y septiembre de 2004 crecieron 141% frente al mismo periodo del año pasado.

#### 4.2.5 OTROS SOCIOS COMERCIALES

Para el caso del análisis del crecimiento económico, soportado en variaciones en el PIB, el comportamiento esperado es el siguiente:

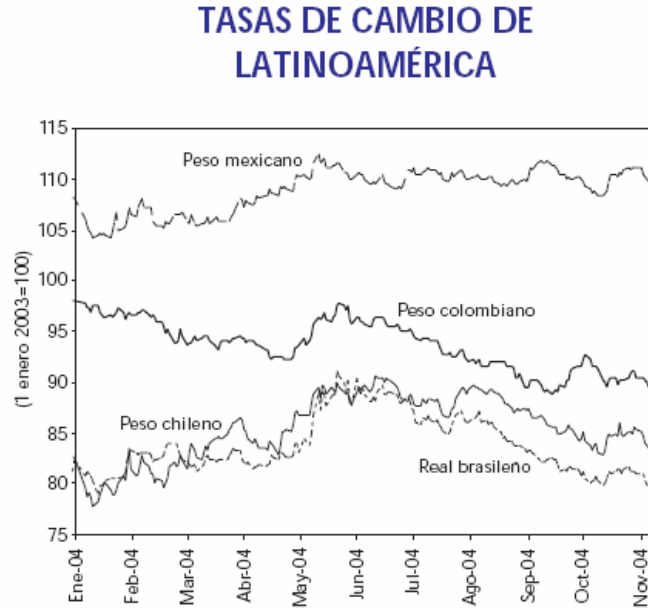
Tabla 10. Pronósticos de Crecimiento 2004-2005 Principales Economías

EVOLUCION DE LOS PRONOSTICOS DE CRECIMIENTO		
	Observado	Proyectado -abril
	2004	2005
<b>Principales socios</b>		
Estados Unidos	4,4	3,7
Ecuador	6,5	3,5
Venezuela	17,3	5,4
<b>Otros socios</b>		
Zona del Euro	1,8	1,9
Japón	2,6	1,0
China	9,5	8,6
Perú	5,1	4,6
México	4,4	3,9
Chile	5,9	5,7
Argentina	9,0	6,7
Brasil	5,2	3,7
Bolivia	3,6	3,5
<b>Total socios comerciales*</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>
Fuente: DATASTREAM - Concensus		
*Cálculo Balanza de Pagos según exportaciones no tradicionales		

#### 4.2.6 TASA DE CAMBIO:

El ítem a continuación pretende dar un esbozo muy corto sobre las razones que determinaron el comportamiento de la tasa de cambio durante el 2004.

Figura 17. Evolución de la Tasa de Cambio Latinoamericana Enero-Noviembre de 2004



Fuente: Bloomberg.

La apreciación del peso colombiano, al igual que de otras monedas, se explica, a través de una serie de factores que indujeron aumentos en la demanda por activos financieros fuera de los Estados Unidos:

Dudas generalizadas sobre la capacidad del Gobierno Americano para continuar manteniendo los altos desbalances macroeconómicos en su economía.

La amplia liquidez existente en los mercados internacionales, reflejada en bajas tasas de interés externas y en la reducción de las primas de riesgo de las economías emergentes.

Los flujos de capital hacia las economías emergentes fueron impulsados por la mejora en la confianza de los inversionistas en dichas economías, como resultado del buen ritmo de crecimiento que presentaron en el último año.

El buen desempeño de la economía de los Estados Unidos, se estima un crecimiento real de 4,4%, superior al de los últimos cuatro años, aunque con una desaceleración en el último trimestre.

El gran dinamismo de la economía china impulsaron el crecimiento mundial y el aumento de los precios de los productos básicos.

El crecimiento económico en América Latina fue estimulado por la mayor demanda de exportaciones y por el aumento en los términos de intercambio, factores ambos que contribuyeron a apreciar las monedas de la mayoría de los países de la región.

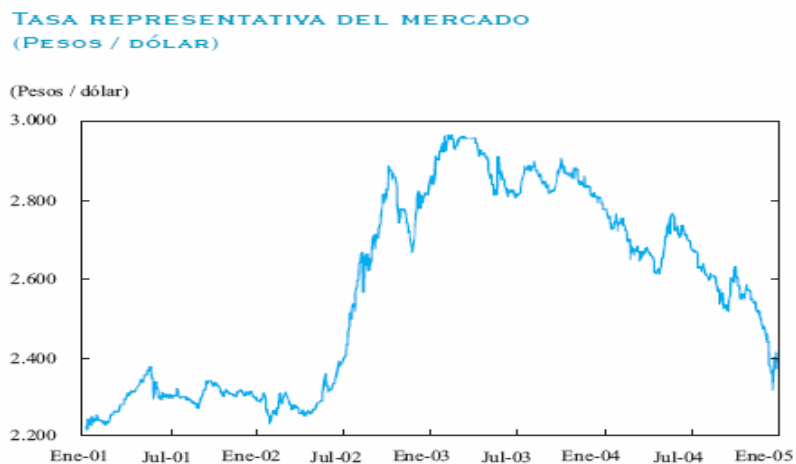
Figura 18. Evolución de Tasas de Cambios 2002-2005



Fuente: Superintendencia Bancaria-Cálculos Banco de la República

Los hechos descritos fueron condicionantes directos en la apreciación del peso con respecto al dólar. En el siguiente gráfico se puede identificar la evolución de la tasa representativa de mercado durante los últimos años, en la cual se observa el fuerte proceso revaluacionista que se ha vivido en Colombia.

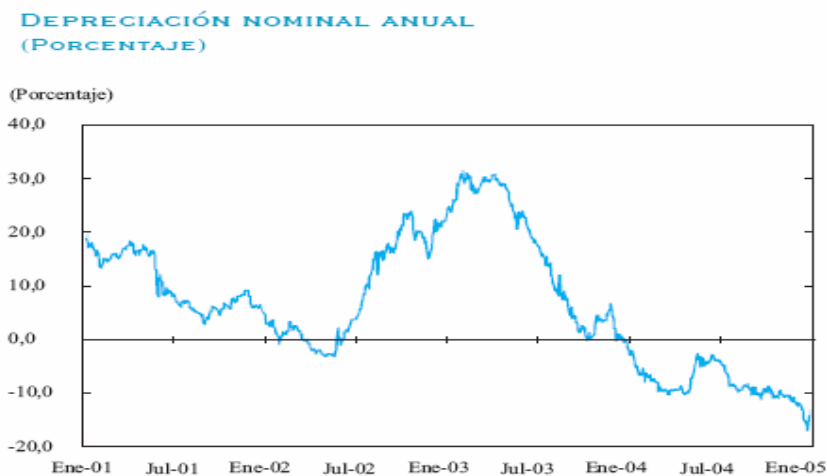
Figura 19. Desarrollo de la TRM 2001-2005



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

En el año 2004, la tasa de cambio nominal promedio del peso frente al dólar se ubicó 8,7% por debajo de su nivel de 2003. El Banco de la República en su informe anual al Congreso<sup>47</sup>, presenta los hechos principales que han definido el comportamiento bajista de la divisa americana.

Figura 20. Depreciación Nominal Anual 2001-2005



Fuente: Superintendencia Bancaria- Cálculos Banco de la República

<sup>47</sup> Banco de la República. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Marzo de 2005

#### 4.2.7 COLOMBIA EN EL ENTORNO INTERNACIONAL

Durante la última década ha venido ganando protagonismo el impacto de las remesas de trabajadores Colombianos en el exterior<sup>48</sup>, los cuales, ante la incapacidad de generar empleo y oportunidades en nuestras economías, han vivido un éxodo masivo de nacionales hacia economías desarrolladas.

*“En el caso de Colombia, las remesas completaron casi tres años aportando alrededor de US \$3.000 millones anuales (gráfico 3). Ésta es otra forma de adquirir recursos para el desarrollo y resulta muy satisfactorio que, ya que la patria no les pudo brindar trabajos estables, esos colombianos lo hayan logrado en el exterior y ahora complementen los ingresos de nuestros hogares de esta forma.*

*De verdad verdad, que en ANIF nunca hemos entendido a quienes ven en estas remesas fuentes de recursos “oscuros” que deberíamos castigar y evitar. Si la patria no les dio suficientes oportunidades, lo mínimo es que esos colombianos tengan el legítimo derecho de compartir sus éxitos laborales con sus compatriotas. Ahora bien, si lo que se alega es que algunas de esas remesas pueden provenir de actividades ilícitas, entonces la carga de la prueba está en territorio norteamericano o español, pues de allí provienen la mayoría de esos dineros. Aplaudimos entonces las recientes medidas del Banco de la República tendientes a facilitar las transacciones de remesas.*

*Por último, la región ha dado muestras de estar en capacidad de “exportar capital” y hoy se habla de una nueva estrategia de desarrollo a través de las llamadas Translatins, que en el caso específico de Colombia se han manifestado en el sector de cervezas, flotas aéreas, comunicaciones y sector energético, entre otros. A nivel latinoamericano, las Translatins más activas han sido Cemex, Petrobras, América Móvil y Bavaria.*

*En países con claras insuficiencias de ahorro interno, como los de la región, las estrategias para fomentar la atracción de recursos externos resultan ser la diferencia entre atinarle o no al crecimiento acelerado, tal como ocurrió en Asia y hoy en día en China e India. El acuerdo bilateral con Estados Unidos (TLC) será vital para adoptar estándares internacionales en todos los frentes y, por fin, lograr “poner la casa en orden”. En este sentido, cabe aplaudir la ley de estabilidad a las inversiones de largo plazo que acaba de aprobar el Congreso de la República en*

---

<sup>48</sup> En 2004, los ingresos por remesas a América Latina y el Caribe alcanzaron US \$43.400 millones, lo cual representó 2.3% del PIB de la región, el doble de lo observado a inicios de la década.

la legislatura que recién culminó. Será crucial, en todo caso, entrar a reglamentar cuidadosamente lo que esto implicará en materia de estabilidad tributaria.

De cara al nuevo siglo XXI esperamos que el país haya aprendido estas duras lecciones: es preferible apoyar el crecimiento económico con los beneficios tecnológicos de la IED y el apoyo de las remesas a la demanda agregada, que intentar hacerlo a pulso sólo con mayor endeudamiento externo público. Definitivamente, no se le puede intentar atinar al crecimiento desarrollado “disparando desde la cadera”: es clave desenfundar toda una estructura de reglas amigables con los mercados internacionales.”<sup>49</sup>

Durante el comienzo del 2005, la balanza cambiaria presentó un superávit de 110.8 millones de dólares<sup>50</sup>, frente de un déficit de 42.3 millones a comienzos de 2004, la mayor participación en el superávit correspondió a inversión extranjera neta (que se expandió un 90.4%), y a incrementos por transferencias, exportaciones e inversión extranjera, por el orden de 10.5%, alcanzando niveles de 1.091 millones de dólares<sup>51</sup>.

Tabla 11. Variación en los Precios de los Commodities 2002-2004

<b>Precios Internacionales</b>				
<b>Precios Internacionales</b>	<b>Promedios</b>			<b>Proyección Actual 1/</b>
	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Café (Ex-Dock) (Dólares por libra)	0,7	0,7	0,9	1,2
Petróleo (Dólares por barril)	24,2	29,0	37,3	40,6
Carbón (Dólares por tonelada)	30,8	28,2	36,1	36,1
Ferróniquel (Dólares por libra)	1,1	1,4	2,3	2,3
Oro (Dólares por onza Troy)	310,2	362,5	409,3	484,5

1/ Balanza de Pagos estimada en marzo 2005.

Fuente: Banco de la Republica

El hecho económico de mayor relevancia en la última década para el país, lo constituyó la apreciación del peso colombiano vivida durante el año 2004, lo cual obedeció entre otros factores a los siguientes:

<sup>49</sup> CÁRDENAS, Patricia. Directora de Asobancaria. En: Apertura del Simposio de Mercado de Capitales

<sup>50</sup> “El contexto externo se mantiene positivo, con un crecimiento mundial dinámico, altos precios de los principales productos de exportación y condiciones financieras favorables, aunque posiblemente será menor a 2004”. Banco de la República. Junio 2005. Op. Cit.

<sup>51</sup> Interbolsa, Análisis Económico. Mayo de 2005.

- Factores que generaron oferta de divisas acompañada de aumentos inmediatos en la demanda agregada, ejemplo de ello fueron, el aumento en la demanda externa de productos de exportación y las entradas de remesas del exterior<sup>52</sup>.

Figura 21. Evolución de las Remesas



Fuente: Banco de la República.

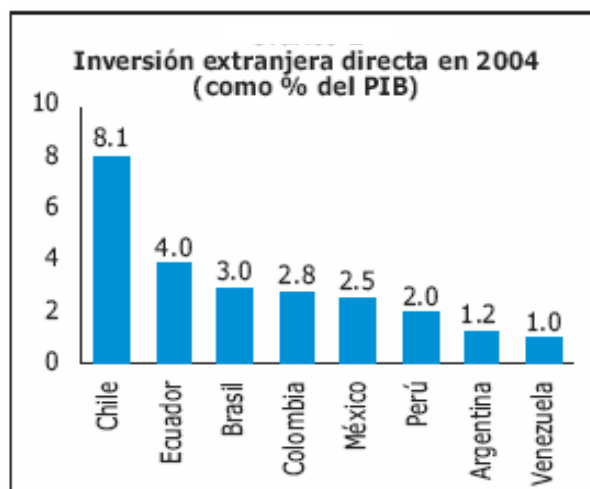
- De otra parte, se encuentran factores que apreciaron el peso pero que no incidieron de manera inmediata en la demanda agregada, entre ellos, los flujos de capital tanto de portafolio, como de endeudamiento y de Inversión Extranjera Directa (IED)<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> "El mayor crecimiento de la economía mundial y, en particular, la reactivación de la economía venezolana, se manifestaron en un aumento en la demanda externa de productos colombianos no tradicionales, cuyas ventas crecieron en 27% anual y habiendo superado los máximos históricos observados en 2002...

... Se estima que las remesas de trabajadores colombianos en el exterior asciendan a cerca de US \$3.200 m en 2004, un nivel superior en 4,0% al del año anterior... Aunque este crecimiento fue inferior al que había tenido el mismo rubro en los años precedentes, la magnitud de los ingresos por este concepto indica que el rubro ha pasado a ser una fuente importante y duradera de divisas. A manera de ilustración, entre 2000 y 2004, las remesas del exterior incrementaron la oferta anual de divisas en US \$1.489 m y su participación en el ingreso nacional pasó de 1,9% del PIB a 3,5% del PIB". CARDENAS, Patricia. Op. Cit.

<sup>53</sup> "...Los cuales elevaron el superávit en la cuenta de capital de 1,0% del PIB en 2003 a una cifra estimada de 3,4% del PIB en 2004... Mientras en 2002 y 2003 el sector privado reportó salidas netas de capital (sin IED) por US \$319 m y US \$473 m, respectivamente, en 2004 se estiman entradas por US \$935 m. En 2004 los ingresos netos de fondos extranjeros de inversión de portafolio fueron de US \$370 m, en contraste con egresos netos de US \$20 m en 2003. Las inversiones de dichos fondos en 2004 se dirigieron en cerca de un 80% al mercado de títulos de deuda pública. De igual forma, las inversiones de cartera del sector privado en el exterior, que durante 2003 reportaron salidas de divisas por US \$1.135 m, en 2004 fueron de US \$363 m. Con esto, los flujos de capital por inversión de portafolio pasaron de salidas netas de US \$1.169 m en 2003 a US \$306 m en 2004" CARDENAS, Patricia. Op. Cit.

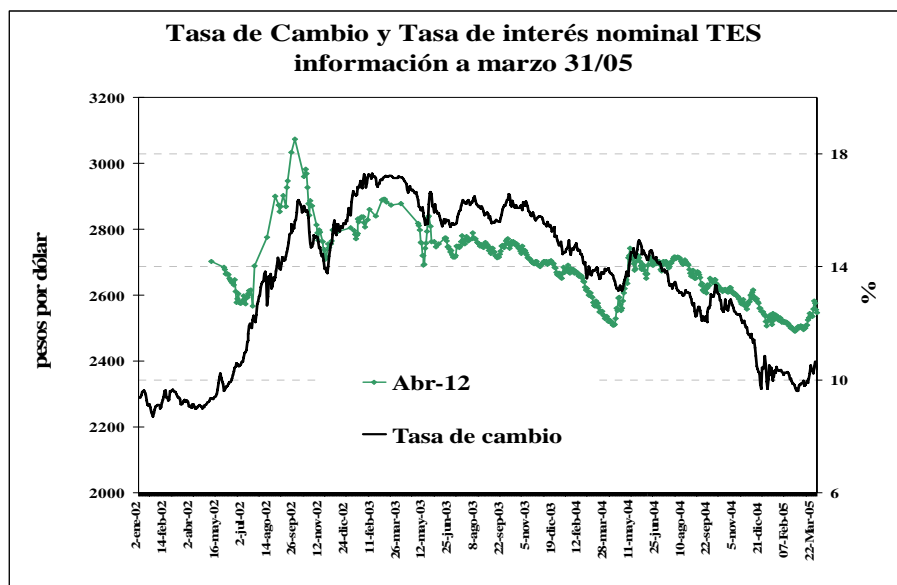
Figura 22. Variación de la Inversión Extranjera Directa en Latinoamérica 2004



Fuente: Cepal y Banco de la República.

Retomando uno de los factores comentados (endeudamiento), *“Un componente importante de la revaluación del peso obedece a cambios en la demanda externa por activos financieros colombianos, o cambios en la demanda interna de activos financieros externos (no de la demanda de bienes y servicios). Nótese, por ejemplo, la estrecha relación entre la tasa de interés de los TES y la Tasa de cambio.”*<sup>54</sup>

Figura 23. Comparación entre TRM e IRTES



Fuente: Banco de la República

<sup>54</sup> Banco de la República. Política monetaria y tasa de cambio en Colombia. Simposio Mercado de Capitales. Mayo 2005.

Así mismo, la percepción de un mejor nivel de seguridad y confianza en el país, reforzó las presiones en la oferta de divisas, situación que estimuló el retorno de capitales y frenó, a su vez, la salida de recursos hacia el exterior.

A pesar de las intervenciones del Banco de la República y de las medidas del gobierno para controlar los flujos de capitales, que sin duda tuvieron algún efecto, la tasa de cambio mantuvo su tendencia a la baja, acentuándose al finalizar el año.

#### **4.3 CONCLUSIONES SOBRE MACROECONOMÍA GLOBAL Y LOCAL**

Con relación al mercado de valores, afirma Patricia Cárdenas que el crecimiento durante la última década no ha tenido precedente alguno, tal como se aprecia al comparar el valor de la emisión de deuda privada a largo plazo durante ese período. Aunque aún hay importantes limitaciones por resolver, como el tamaño, la liquidez, concentración e integración del mercado nacional con los mercados mundiales.

*“Colombia presenta un crecimiento impulsado por la inversión privada y las exportaciones (a pesar de la apreciación real del peso en los dos últimos años). Además, en 2005 se prevé frente a lo acontecido en el 2004, una recuperación de la inversión pública. La productividad laboral está creciendo a tasas altas y casi todos los sectores de la economía muestran un buen desempeño, especialmente el consumo de bienes durables y semidurables. El consumo de bienes no durables parece estar creciendo a un ritmo bajo pero mayor al observado en el pasado reciente. La inflación disminuye y se dirige gradualmente hacia la meta de largo plazo. En pocas palabras, las bases del crecimiento económico colombiano son amplias y sostenibles.*

*Lo anterior no significa que la economía no sea vulnerable a cambios en el entorno externo, en particular en los términos de intercambio y en los flujos de capital, al igual que el resto de las economías emergentes. Así mismo, algunos sectores productivos enfrentan la competencia legal e ilegal de productos provenientes del exterior. Los márgenes de intermediación financiera han caído en relación con los observados una década atrás, pero para algunos tipos de crédito continúan siendo altos. Por último, pero no menos importante, persisten factores de riesgo macroeconómico que deben afrontarse oportunamente. El más importante es la situación fiscal, que se refleja en el tamaño del déficit del Gobierno central y en los niveles de deuda pública que, a pesar de su reducción como proporción del PIB en el último año, siguen siendo altos.*

*La reciente aprobación, por parte del Congreso, del acto legislativo que reduce el pasivo pensional de la Nación y elimina los regímenes pensionales especiales, es un paso muy importante para garantizar la sostenibilidad fiscal. Estos son factores que promueven la confianza en la economía como lo refleja el incremento en los flujos de inversión extranjera.*

*Colombia requiere, de manera permanente, tasas más altas de crecimiento económico con el fin de reducir el desempleo y aliviar la situación de pobreza de amplias capas de la población. También debe mejorar sustancialmente la distribución del ingreso y la riqueza, para ampliar las oportunidades económicas de los sectores más vulnerables de la sociedad. El logro de estos objetivos va más allá de los alcances de las políticas macroeconómicas y exige mecanismos y políticas adicionales. Entre ellos están la conquista de la seguridad, la estabilidad en las reglas del juego y el respeto a los derechos de propiedad, la focalización del gasto público en los segmentos más vulnerables de la población y el uso más eficiente de los recursos, que con enormes sacrificios la sociedad ha destinado a la financiación de la educación y la salud de los colombianos. Al mismo tiempo, la aplicación de las políticas para impulsar el desarrollo y la equidad no puede ir en contravía de la estabilidad macroeconómica”.*<sup>55</sup>

De lo descrito, vale la pena resaltar los siguientes hechos:

- El objetivo constitucional de “mantener el poder adquisitivo de la moneda” se está cumpliendo.
- La meta cuantitativa de inflación en 2005 se cumple.
- La Política Monetaria está contribuyendo a suavizar el ciclo económico.
- La baja inflación está haciendo su contribución al buen funcionamiento de la economía.
- Metas de inflación que se cumplen, y fuerte credibilidad de la política monetaria.
- Tasas de interés bajas y estables.

El mayor nivel de reservas internacionales hace la economía colombiana más resistente a choques externos negativos (Compra de US \$2904.9 millones de reservas internacionales en 2004 y US \$773.8 millones en el primer trimestre de 2005).

---

<sup>55</sup> BANCO DE LA REPUBLICA. Informe al Congreso de la Republica. Julio 2005.

## 5. MARCO INSTITUCIONAL



El objeto del presente capítulo, es esbozar un panorama general de la institución objeto de análisis. El estudio comprende una revisión al desarrollo histórico que ha vivido desde su creación, hasta llegar a un análisis de su devenir financiero, enfocado especialmente sobre los últimos 2 años.

## 5.1 RESEÑA HISTORICA

La Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander “CAPRUIS”, se crea por acuerdo 150 de 1970 del Concejo Directivo y ratificado por el 017/70 del Consejo Superior, con el fin de constituirse en delegataria del manejo y administración de los fondos que por concepto de las prestaciones sociales (salud, cesantías y pensiones) se reconocieran en favor de los servidores y pensionados de la UIS<sup>56</sup>.

Hacia el año 1993, la Ley 100 (Ley de Seguridad Social en Salud) en su artículo 263<sup>57</sup> determina una nueva reglamentación, la cual se origina una grave contingencia económica a las entidades especiales de seguridad social en Salud como es el caso CAPRUIS, pues tan solo podían mantener como afiliados cotizantes, a las personas que hasta la fecha se encontrasen activas.

Por otra parte y, a partir del año 1995, la Universidad Industrial de Santander asume el trámite de reconocimiento y pago de las pensiones. Permitiéndole a CAPRUIS, dedicarse en exclusiva a la prestación de servicios en seguridad social en salud.

En el año de 1996, el Gobierno Nacional en su decreto 404, autoriza a CAPRUIS como Entidad Adaptada al nuevo sistema de seguridad social en salud, condicionándola a no realizar nuevas afiliaciones, salvo en los casos en que fuese necesario para dar cubrimiento al núcleo familiar de antiguos cotizantes.

Para el año de 1997, la Universidad por Acuerdo No. 070 del C.S., ratifica a CAPRUIS como entidad delegataria en la prestación de servicios de salud, confirmando entre otros aspectos, los actos de creación de CAPRUIS como un fondo dentro de la Universidad con personería jurídica y responsabilidad subsidiaria de la Universidad frente a sus obligaciones.

Para el 2001, con la promulgación de la Ley 647, se da inicio al Sistema Universitario de Seguridad Social en Salud, el cual faculta a las universidades estatales para que, en uso del

---

<sup>56</sup> La Caja de Previsión Social de la UIS, se crea ante el descontento que se manifestaba por la atención y manejo, que el Seguro Social de Santander, hacía de las prestaciones consignadas.

<sup>57</sup> “ Las cajas fondos y entidades de seguridad social del sector público que con anterioridad a la vigencia de la ley, prestara servicios de salud o ampararan a sus afiliados en riesgos de enfermedad general y maternidad, tendrán 2 años para transformarse en Empresas Promotoras de Salud, adaptarse al nuevo sistema o efectuar su liquidación.”

principio constitucional de autonomía universitaria, organicen un sistema propio de salud para sus funcionarios y pensionados.

En aplicación de la norma citada, el Consejo Superior, mediante Acuerdo 024 de 2001 delega en CAPRUIS la responsabilidad de administrar el Sistema de Seguridad Social en Salud de la Universidad Industrial de Santander.

## **5.2 ANTECEDENTES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**

La Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander, administra dos fondos uno Común y otro de Reserva, alimentados por los Ingresos de la Entidad, los cuales son provenientes de:

Aportes mensuales de los afiliados cotizantes por concepto de:

- Plan Obligatorio de Salud, en su calidad de afiliado.
- Plan Adicional de Beneficios en Salud
- Y al Fondo de Reserva.
- Aportes de la Universidad Industrial de Santander a:
  - Plan obligatorio de Salud, en su calidad de patrono
  - Y al fondo de reserva, según acuerdo C.S. 070 del 1997.
  - Rendimientos financieros del las inversiones de la Entidad.
  - Y de la venta de servicios a la Red Universitaria de servicios de salud –RUSS- y Administradoras de Riesgos Profesionales –ARP-

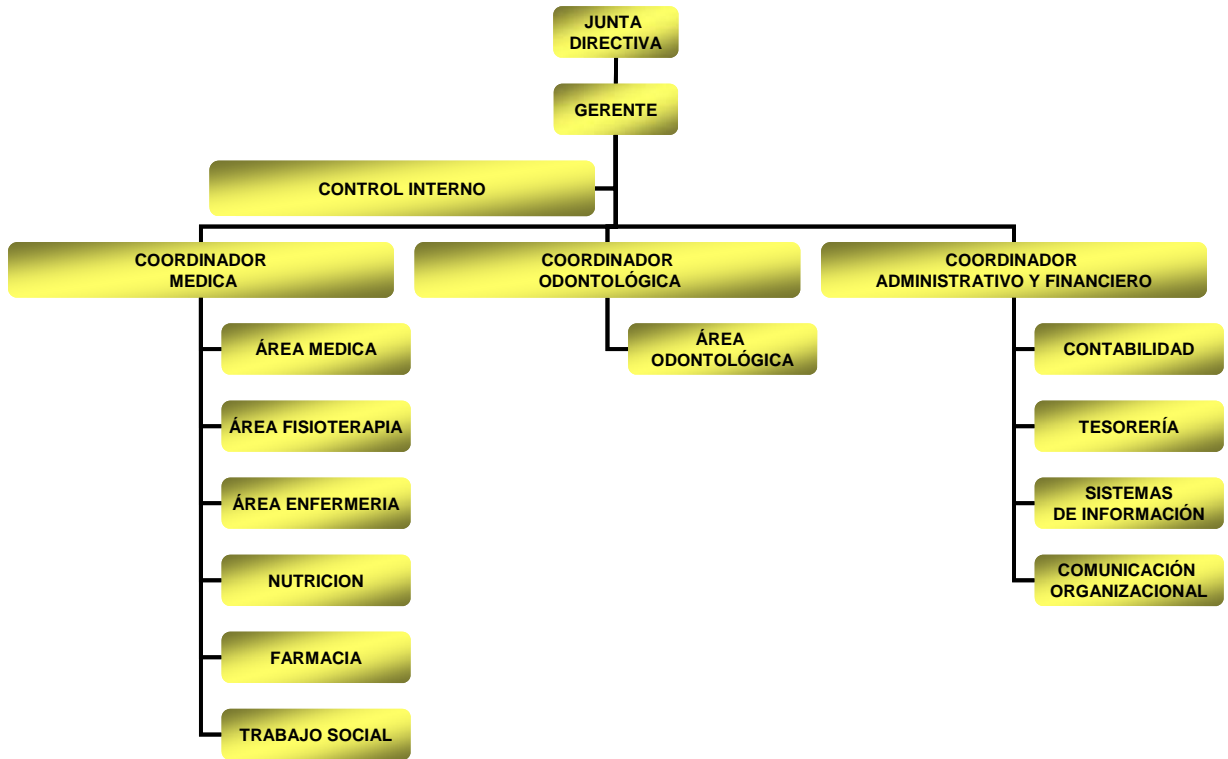
Una vez cubiertas las obligaciones de la entidad, los excedentes de tesorería son orientados hacia los dos tipos de fondos específicos:

Fondo Común: La función de este fondo, no es otra que proveer recursos a la actividad, ante eventuales situaciones de iliquidez que puedan presentarse como consecuencia de desfases en el tiempo o monto de los recaudos o de los flujos de caja previstos.

Fondo de Reserva: Se trata de un fondo de contingencia, creado con objeto de garantizar la prestación continua de los servicios en condiciones de calidad y oportunidad. A la fecha, este fondo no ha presentado descapitalización alguna, habiéndose dado la reinversión neta de sus rendimientos financieros.

### 5.3 ESTRUCTURA DE CAPRUIS

Figura 24. Organigrama CAPRUIS.



Fuente: CAPRUIS

## 5.4 DIAGNOSTICO FINANCIERO CAPRUIS

Para determinar la salud financiera de la Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander, nos hemos valido de metodologías tradicionales de análisis, como lo son la lectura Vertical y Horizontal de los Estados Financieros desde el año 2002 hasta el año 2004, como medida agregada de productividad y margen, para visualizar de manera fácil la operación en forma integral.

### 5.4.1 Balance General

#### 5.4.1.1 Años 2002 - 2003

CAJA DE PREVISION SOCIAL DE LA UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER CAPRUIS BALANCE GENERAL A 30 DE DICIEMBRE DE 2003						
	2002	2003	V% 02	V% 03	H% 02-03	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>12.549.578.000</b>	<b>14.642.261.000</b>	<b>99,1%</b>	<b>99,4%</b>	<b>16,7%</b>	
EFFECTIVO	80.742.000	519.262.000	0,6%	3,5%	543,1%	
CAJA	3.810.000	1.430.000	0,0%	0,0%	-62,5%	
BANCOS Y CORPORACIONES	76.932.000	517.832.000	0,6%	3,5%	573,1%	
<b>INVERSIONES</b>	<b>11.099.106.000</b>	<b>13.373.843.000</b>	<b>87,6%</b>	<b>90,8%</b>	<b>20,5%</b>	
INVERSIONES ADMON DE LIQ-RENT FIJ.	11.099.106.000	13.373.843.000	87,6%	90,8%	20,5%	
<b>DEUDORES O CTAS POR COBRAR</b>	<b>1.047.072.000</b>	<b>380.919.000</b>	<b>8,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-63,6%</b>	
SERVICIOS DE SALUD	680.102.000	274.884.000	5,4%	1,9%	-59,6%	
ADMON DEL SIST DE SEGURIDAD S EN	226.291.000	64.411.000	1,8%	0,4%	-71,5%	
AVANCES Y ANTICIPOS ENTREGADOS	0	215.000	0,0%	0,0%		
OTROS DEUDORES	227.149.000	258.117.000	1,8%	1,8%	13,6%	
PROVISION PARA DEUDORES	-86.470.000	-216.708.000	-0,7%	-1,5%	150,6%	
<b>INVENTARIOS</b>	<b>322.658.000</b>	<b>368.237.000</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>14,1%</b>	
MERCANCIAS EN EXISTENCIA	7.754.000	10.374.000	0,1%	0,1%	33,8%	
MATERIALES PARA PREST DE SERVIC I	314.904.000	357.863.000	2,5%	2,4%	13,6%	
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>115.581.000</b>	<b>81.576.000</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-29,4%</b>	
<b>PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO</b>	<b>115.581.000</b>	<b>81.576.000</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-29,4%</b>	
EQUIPO MEDICO Y CIENTIFICO	89.819.000	54.622.000	0,7%	0,4%	-39,2%	
MUEBLES ENSERES Y EQUIPOS DE OFI	52.592.000	22.217.000	0,4%	0,2%	-57,8%	
EQUIPOS DE COMUNIC Y COMPUTAC	163.840.000	91.122.000	1,3%	0,6%	-44,4%	
DEPRECIACION ACUMULADA (*)	-190.670.000	-86.385.000	-1,5%	-0,6%	-54,7%	
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>2.160.000</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-100,0%</b>	
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	2.160.000	0	0,0%	0,0%	-100,0%	
INTANGIBLES	0	0				
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>12.667.319.000</b>	<b>14.723.837.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,2%</b>	
	2002	2003	V% 02	V% 03	H% 02-03	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>499.007.000</b>	<b>196.329.000</b>	<b>3,9%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-60,7%</b>	
<b>CUENTAS POR PAGAR</b>	<b>455.959.000</b>	<b>158.478.000</b>	<b>3,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-65,2%</b>	
ADQUISICION DE BIENES Y SERVICIOS	262.822.000	21.005.000	2,1%	0,1%	-92,0%	
ACREEDORES	99.637.000	73.528.000	0,8%	0,5%	-26,2%	
RETENCIO EN LA FUENTE E IMPTO DE T	18.698.000	23.729.000	0,1%	0,2%	26,9%	
IMPUESTOS CONTRIBUCIONES DE TER	74.802.000	39.492.000	0,6%	0,3%	-47,2%	
DEPOSITO RECIBIDO DE TERCEROS	0	724.000	0,0%	0,0%		
<b>OBLIGACIONES LABORALES</b>	<b>43.048.000</b>	<b>37.851.000</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-12,1%</b>	
SALARIOS Y PRESTAC SOCIALES	43.048.000	37.851.000	0,3%	0,3%	-12,1%	
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.641.761.000</b>	<b>2.756.586.000</b>	<b>20,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>4,3%</b>	
<b>PASIVOS ESTIMADOS</b>	<b>2.641.699.000</b>	<b>2.756.586.000</b>	<b>20,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>4,3%</b>	
PROVISION PARA CONTINGENCIAS	292.372.000	311.347.000	2,3%	2,1%	6,5%	
PROV PARA PRESTAC SOCIALES	164.963.000	195.562.000	1,3%	1,3%	18,5%	
BONOS PENSIONALES	2.184.364.000	2.249.677.000	17,2%	15,3%	3,0%	
INGRESOS RECIBIDOS POR ANTICIPAD	62.000	0	0,0%	0,0%	-100,0%	
OTROS INGRESOS RECIBIDOS POR AN	62.000	0	0,0%	0,0%	-100,0%	
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.140.768.000</b>	<b>2.952.915.000</b>	<b>24,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>-6,0%</b>	
<b>PATRIMONIO</b>	<b>9.526.551.000</b>	<b>11.770.922.000</b>	<b>75,2%</b>	<b>79,9%</b>	<b>23,6%</b>	
<b>PATRIMONIO INSTITUCIONAL</b>	<b>9.526.551.000</b>	<b>11.770.922.000</b>	<b>75,2%</b>	<b>79,9%</b>	<b>23,6%</b>	
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIC	7.761.350.000	9.515.040.000	61,3%	64,6%	22,6%	
RESULTADO DEL EJERCICIO A DIC 30/0	1.753.690.000	2.244.372.000	13,8%	15,2%	28,0%	
AJUSTES POR INFLACION	11.511.000	11.510.000	0,1%	0,1%	0,0%	
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>9.526.551.000</b>	<b>11.770.922.000</b>	<b>75,2%</b>	<b>79,9%</b>	<b>23,6%</b>	
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>12.667.319.000</b>	<b>14.723.837.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,2%</b>	

Tabla 12. Balance General Años 2002 – 2003

### 5.4.1.2 Años 2003 – 2004

Tabla 13. Balance General Años 2003 – 2004

#### CAJA DE PREVISION SOCIAL DE LA UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER CAPRUIS

#### BALANCE GENERAL

A 31 DE DICIEMBRE

	2003	2004	V% 03	V% 04	H% 03-04
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>14.642.261.000</b>	<b>16.098.399.000</b>	<b>99,4%</b>	<b>99,5%</b>	<b>9,9%</b>
EFFECTIVO	519.262.000	153.845.000	3,5%	1,0%	-70,4%
INVERSIONES	13.373.843.000	15.128.517.000	90,8%	93,5%	13,1%
DEUDORES O CTAS POR COBRAR	380.919.000	418.985.000	2,6%	2,6%	10,0%
INVENTARIOS	368.237.000	397.052.000	2,5%	2,5%	7,8%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>81.576.000</b>	<b>81.799.000</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	81.576.000	81.799.000	0,6%	0,5%	0,3%
OTROS ACTIVOS	0	2.827.000		0,0%	
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>14.723.837.000</b>	<b>16.183.025.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>9,9%</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>196.329.000</b>	<b>289.389.000</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>47,4%</b>
CUENTAS POR PAGAR	158.478.000	184.033.000	1,1%	1,1%	16,1%
OBLIGACIONES LABORALES	37.851.000	105.356.000	0,3%	0,7%	178,3%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.756.586.000</b>	<b>2.900.866.000</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,9%</b>	<b>5,2%</b>
PASIVOS ESTIMADOS (BONOS P)	2.756.586.000	2.900.866.000	18,7%	17,9%	5,2%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2.952.915.000</b>	<b>3.190.255.000</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,7%</b>	<b>8,0%</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>11.770.922.000</b>	<b>12.992.770.000</b>	<b>79,9%</b>	<b>80,3%</b>	<b>10,4%</b>
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	9.515.040.000	11.770.920.000	64,6%	72,7%	23,7%
RESULTADO DEL EJERCICIO	2.244.372.000	1.221.850.000	15,2%	7,6%	-45,6%
AJUSTES POR INFLACIÓN	11.510.000	0	0,1%		-100,0%
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>14.723.837.000</b>	<b>16.183.025.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>9,9%</b>

El análisis vertical es el encargado de identificar las grandes magnitudes de la operación y por ello con su ayuda, podemos reconocer las cifras donde se encuentra la mayor concentración de recursos. La técnica de construcción es realmente simple pues una vez identificada la CIFRA BASE que determinará en el Balance General el 100% de la inversión (en el total de activos) de las fuentes de financiación (en la suma del total del pasivo más el patrimonio) y de los Ingresos en el Estado de Resultados, se contrastarán todos y cada uno de los rubros que constituyen en el Balance General y el Estado de Resultados; donde la mayor participación porcentual estará en las cuentas que soportan el mayor peso de la operación y que definirán el real objeto que desarrolla la Entidad.

En CAPRUIS al observar el comportamiento de las cifras del Balance General del año 2002, 2003 y 2004, podemos precisar los siguientes aspectos:

- Durante el periodo analizado, se observa que de los activos, cerca del 99% son de naturaleza corriente. Así mismo, las inversiones concentran el 92% de estos activos (Fondos común y de reserva).

- La alta concentración en activos líquidos obliga al reconocimiento de claras ventajas a la operación, y de riesgos que se derivan de la exposición permanente de la empresa ante los cambios del mercado y sus precios.
- La liquidez que se desprende de esta singular composición habla de facilidad para la operación, de capacidad permanente para el pago de obligaciones a tiempo; pero la otra cara de la moneda habla de exposición permanente de riesgo de liquidez y de mercado siempre presente.
- El bajo peso de la cuenta Propiedad, Planta y Equipo, se explica en el hecho, que CAPRUIS en su condición de entidad delegataria de la UIS, usa las instalaciones propias de esta última, para el desarrollo de su objeto social.
- Por su parte los pasivos, en reconocimiento de la naturaleza de la actividad y de las normas que la gobiernan, reflejan el peso de cesantías consolidadas del régimen anterior a la Ley 50 / 90 donde la retroactividad de las mismas sería asumida por la Entidad empleadora y con un peso mayor (el 18% en promedio) en los pasivos de largo plazo aparece lo adeudado por Bonos Pensionales constituidos en favor de los pensionados a cargo de la Entidad.
- Al evaluar el comportamiento del patrimonio que financia en promedio el 88% de la actividad en los años analizados, se encuentran las utilidades de periodos anteriores y la del ejercicio último; cuyo análisis no puede desligarse de la naturaleza jurídica del régimen de prima media definida, donde los aportes soportan el desarrollo futuro de la actividad, bajo el sistema de la solidaridad (igualdad de derechos y obligaciones ante un tercero, en este caso el beneficiario del servicio); por lo anterior no existe un dueño o dueños específicos de tal capital, pues esto le pertenece al futuro y a quien en ese momento sean los afiliados; es claro que de llegar a agotarse estos recursos es la Universidad Industrial de Santander quien asume la posición de garante final del sistema.
- De otra parte, al detenernos en la variación de las principales cuentas, en la aplicación de lo que conocemos como lectura horizontal; es obligado reconocer el comportamiento de las siguientes partidas contables:
  - Disminución en el nivel de efectivo, que no hace alusión a la reducción en el grado de liquidez de la empresa, sino a un cambio de política, donde sólo se acepta dejar en cuentas de ahorro y corriente, la base mínima sugerida de caja para operar, pues se trata de maximizar los rendimientos obtenidos con el efectivo de la operación.
  - De otra parte los cambios reflejados en el renglón de inversiones, en los períodos analizados, obedecen a cambios en los precios de los activos financieros, los cuales

han empujado en direcciones a veces contrarias los resultados de quienes en algún momento son considerados inversionistas institucionales del mercado.

- El análisis horizontal revela un decrecimiento en las utilidades justificado entre otras, por las siguientes razones:
  - Disminución en los rendimientos financieros por la caída en las tasas de captación y en los tipos de interés generales que han gobernado el mercado.
  - Crecimiento de los gastos propios de la operación, ocasionado por los costos asociados con la inversión de la curva poblacional.
  - Y al bajo incremento en los ingresos, llamados por venta de servicios (correspondiente a los aportes de seguridad social en salud, tanto de patrono como de afiliados), a consecuencia a los incrementos salariales inferiores al índice de inflación

## 5.4.2 Estado de Resultados

### 5.4.2.1 Años 2002 – 2003

Tabla 14. Estado de Resultados Años 2002 – 2003

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS						
A 30 DE DICIEMBRE DE 2003						
INGRESOS						
INGRESOS FISCALES	2002	2003	V% 02	V% 03	H% 02-03	
NO TRIBUTARIOS	0,00					
<b>SUBTOTAL GRUPO INGRESOS FISCALES</b>	<b>0,00</b>					
VENTA DE SERVICIOS						
ADMON DEL REGIMEN DE SEGURIDAD SOCIAL EN	5.859.060.896	6.585.592.425	76,2%	79,3%	12,4%	
<b>SUBTOTAL GRUPO VENTA DE SERVICIOS</b>	<b>5.859.060.896</b>	<b>6.585.592.425</b>	<b>76,2%</b>	<b>79,3%</b>	<b>12,4%</b>	
OTROS INGRESOS						
FINANCIEROS	1.825.446.556	1.704.372.507	23,8%	20,5%	-6,6%	
EXTRAORDINARIOS	444.437	18.456.253	0,0%	0,2%	4052,7%	
<b>SUBTOTAL GRUPO OTROS INGRESOS</b>	<b>1.825.890.993</b>	<b>1.722.828.760</b>	<b>23,8%</b>	<b>20,7%</b>	<b>-5,6%</b>	
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>7.684.951.889</b>	<b>8.308.421.185</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>8,1%</b>	
GASTOS						
ADMINISTRACION	2002	2003	V% 02	V% 03	H% 02-03	
SUELDOS Y SALARIOS	322.931.541	278.181.036	4,2%	3,3%	-13,9%	
CONTRIBUCIONES IMPUTADAS	154.090.575	88.198.668	2,0%	1,1%	-42,8%	
CONTRIBUCIONES EFECTIVAS	68.744.016	38.564.781	0,9%	0,5%	-43,9%	
APORTES SOBRE NOMINA	21.870.601	9.780.393	0,3%	0,1%	-55,3%	
GENERALES	243.777.720	263.485.786	3,2%	3,2%	8,1%	
IMPUESTO, CONTRIBUCIONES Y TASAS	3.160.445	21.884	0,0%	0,0%	-99,3%	
<b>SUBTOTAL ADMINISTRACION</b>	<b>814.574.898</b>	<b>678.232.549</b>	<b>10,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-16,7%</b>	
PROVISIONES, AGOTAMIENTO DEPRECIACIONES	0					
PROVISION PARA DEUDORES	27.029.723	130.238.783	0,4%	1,6%	381,8%	
DEPRECIAC DE PROPIEDAD PLANTA Y EQ	35.929.807		0,5%		-100,0%	
<b>SUBTOTAL PROVISIONES AGOTAMIENTO, DEPRECIACIONES</b>	<b>62.959.530</b>	<b>130.238.783</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>106,9%</b>	
TRANSFERENCIAS						
CORRIENTES AL GOBIERNO GENERAL	375.483.821	438.753.823	4,9%	5,3%	16,9%	
<b>SUBTOTAL GRUPO DE TRANSFERENCIAS</b>	<b>375.483.821</b>	<b>438.753.823</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>16,9%</b>	
OTROS GASTOS						
FINANCIEROS	22.523.700	4.179.899	0,3%	0,1%	-81,4%	
EXTRAORDINARIOS	696.181	56.325.607	0,0%	0,7%	7990,7%	
AJUSTE DE EJERCICIOS ANTERIORES	512.983					
<b>SUBTOTAL GRUPO OTROS GASTOS</b>	<b>23.732.864</b>	<b>60.505.505</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>154,9%</b>	
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>1.276.751.113</b>	<b>1.307.730.660</b>	<b>16,6%</b>	<b>15,7%</b>	<b>2,4%</b>	
COSTOS DE PRODUCCION						
SERVICIOS DE SALUD						
URGENCIAS- OBSERVACION		45.224.728		0,5%		
SERVICIOS AMBULATORIOS-CONSULTA EXTERNA		2.414.788.874		29,1%		
SERVICIOS AMBULATORIOS-CONSULTA ESPECIAL		258.970.215		3,1%		
SERVICIOS AMBULATORIOS- SALUD ORAL		234.209.123		2,8%		
SEVICIOS AMBULATORIOS-PROMOC Y PREVENCION		84.293.971		1,0%		
SERVICIOS AMBULATORIOS-OTROS ACTIV EXTRA		26.069.464		0,3%		
HOSPITALIZACION-ESTANCIA GENERAL		633.658.115		7,6%		
HOSPITALIZACION-RECIENTE NACIDOS		6.660.349		0,1%		
HOSPITALIZACION-SALUD MENTAL		30.808.955		0,4%		
QUIROFANO Y SALAS DE PARTO-QUIROFANOS		16.619.651		0,2%		
APOYO DIAG.-LABORATORIO CLINICO		195.448.439		2,4%		
APOYO DIAG.-IMAGENOLOGIA		181.166.556		2,2%		
APOYO DIAG.-ANATOMIA PATOLOGICA		19.684.238		0,2%		
APOYO DIAG.-OTRAS UNIDADES DE APOYO		69.033.253		0,8%		
APOYO TERAPEUTICO-REHAB/TACION Y TERAP		110.843.025		1,3%		
APOYO TERAPEUTICO-BANCO DE COMPONENTES		86.021.676		1,0%		
APOYO TERAPEUTICO- BANCO DE SANGRE		1.302.502		0,0%		
APOYO TERAPEUTICO- TERAPIAS ONCOLOGICAS		104.581.054		1,3%		
SERVICIOS CONEXOS A LA SALUD- OTROS SER		236.935.739		2,9%		
<b>SUBTOTAL SERVICIOS DE SALUD</b>		<b>4.756.319.927</b>		<b>57,2%</b>		
<b>TOTAL COSTOS DE PRODUCCION</b>	<b>4.654.510.879</b>	<b>4.756.319.927</b>	<b>60,6%</b>	<b>57,2%</b>	<b>2,2%</b>	
<b>SUPERAVIT O DEFICIT DEL EJERCICIO</b>	<b>1.753.689.897</b>	<b>2.244.370.598</b>	<b>22,8%</b>	<b>27,0%</b>	<b>28,0%</b>	
Ctos y Gtos	5.931.261.992,00	6.064.050.586,98	77,2%	73,0%	2,2%	

### 5.4.2.2 Años 2003 – 2004

Tabla 15. Estado de Resultados Años 2003 – 2004

**ESTADO DE RESULTADOS  
A 31 DE DICIEMBRE**

<b>INGRESOS</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>V% 03</b>	<b>V% 03</b>	<b>H% 03-04</b>
INGRESOS FISCALES	0	5.544.964		0,1%	
VENTA DE SERVICIOS	6.585.592.425	7.017.363.254	79,3%	88,8%	6,6%
OTROS INGRESOS	1.722.828.760	878.556.733	20,7%	11,1%	-49,0%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8.308.421.185</b>	<b>7.901.464.951</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>-4,9%</b>
<b>GASTOS</b>					
ADMINISTRACION	678.232.549	749.274.699	8,2%	9,5%	10,5%
PROVISIONES AGOTAMIENTO, DEPRECIACION	130.238.783	64.087.686	1,6%	0,8%	-50,8%
TRANSFERENCIAS	438.753.823	451.037.086	5,3%	5,7%	2,8%
OTROS GASTOS	60.505.505	12.705.034	0,7%	0,2%	-79,0%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>1.307.730.660</b>	<b>1.277.104.505</b>	<b>15,7%</b>	<b>16,2%</b>	<b>-2,3%</b>
<b>COSTO SERVICIOS DE SALUD</b>					
SERVICIOS AMBULATORIOS	3.018.331.647	3.231.983.415	36,3%	40,9%	7,1%
HOSPITALIZACION	671.127.419	945.297.454	8,1%	12,0%	40,9%
APOYO DIAGNOSTICO	465.332.486	503.803.812	5,6%	6,4%	8,3%
APOYO TERAPEUTICO	302.748.257	357.372.042	3,6%	4,5%	18,0%
OTROS	298.780.118	364.053.368	3,6%	4,6%	21,8%
<b>TOTAL COSTO SERVICIOS DE SALUD</b>	<b>4.756.319.927</b>	<b>5.402.510.091</b>	<b>57,2%</b>	<b>68,4%</b>	<b>13,6%</b>
<b>TOTAL COSTOS Y GASTOS</b>	<b>6.064.050.587</b>	<b>6.679.614.595</b>	<b>73,0%</b>	<b>84,5%</b>	<b>10,2%</b>
<b>SUPERAVIT O DEFICIT DEL EJERCICIO</b>	<b>2.244.370.598</b>	<b>1.221.850.355</b>	<b>27,0%</b>	<b>15,5%</b>	<b>-45,6%</b>

Del 100% de los ingresos con que se alimenta la Caja de Previsión Social de la UIS, deben ser reconocidos dos grupos claramente diferenciados.

Participando en un 82% en promedio de los ingresos totales, se reconoce los ingresos por venta de servicios que corresponde a la Administración del Régimen de Seguridad Social; recursos que de manera periódica (mensualmente) son trasladados por la UIS, sus empleados y pensionados; en cumplimiento fiel de su objeto social.

De otra parte y deseando resaltar su importancia en el fortalecimiento de la Entidad, aparecen los ingresos por rendimientos financieros, donde se reconoce la participación de los activos direccionados a la inversión. Es claro el valor estratégico de los mismos para la organización; pues difícilmente se pueden desligar de los ingresos operacionales puesto que se constituyen en el producto del principal activo de operación.

En cuanto a los gastos y su participación en la distribución de los ingresos, ésta es coherente con el objeto de su creación; pues son los costos derivados de la prestación de servicios de salud los que consumen en promedio el 60% del ingreso, dejando a los administrativos algo menos del 10%, para quien desde las labores de dirección hacen posible la tarea.

## 5.5 ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN CAPRUIS

El portafolio de inversiones administrado por CAPRUIS, en los dos fondos de inversión con que cuenta la empresa, que como es visible soportan la operación de la Caja, obliga a un concienzudo análisis, al igual que a los procesos generales de inversión desarrollados en la Caja de Previsión Social de la UIS. (Análisis soportado en el Portafolio administrado durante los últimos 4 años), lo que dará las bases para la definición de políticas y para la construcción de un manual de procedimientos que compendie las mejores y más seguras prácticas en la administración de este tipo de activos.

### 5.5.1 Aspectos a Destacar:

- Es visible el CRITERIO CONSERVADOR con que han sido administrados los excedentes de liquidez de CAPRUIS en el periodo analizado, hecho por demás evidente en la composición, donde el 100% de los recursos invertidos del fondo común lo estaban en TES, inversión donde se entiende que el riesgo emisor tiende a cero; y en un 78,12% en el Fondo de reserva, solo dejando un 21,88% a títulos de deuda pública del Tesoro Americano, con iguales características en lo que se refiere al riesgo de contraparte.
- Por su parte los CDT's, que en un pasado reciente, ocuparon el segundo lugar en participación del total de los recursos invertidos, por ser este tipo de activos financieros los que se reconocen en segundo grado de seguridad en el mercado de valores nacional, hoy ya no tienen participación alguna, y han dado paso a deuda privada de largo plazo de emisores tales como Bavaria y algunos establecimientos de crédito, en emisiones de bonos, en busca de diversificar y no concentrar el portafolio.
- En la evaluación histórica se puede observar, que CAPRUIS ha venido haciendo seguimiento a la calidad crediticia de los emisores al momento de la selección de los activos financieros. Sin embargo, en la actualidad se están contemplando a otros emisores, como por ejemplo establecimientos de crédito y empresas del sector real, con buenas calificaciones en cuanto a su capacidad y habilidad de pago, relaciones de solvencia, calidad de la cartera y niveles de liquidez.
- Debe ser resaltado, el hecho que se desprende de la valoración histórica de los activos que conforman y han conformado los dos fondos frente a las condiciones del mercado, donde se puede observar en todos los casos, que los activos han sido

comprados por encima de la tasa del mercado del momento, lo cual da fe de una correcta gestión en la inversión y una adecuada elección de las Sociedades Comisionistas de Bolsa que les han asesorado, pues el crecimiento en rentabilidad no ha obedecido a disminución de las condiciones de seguridad del portafolio administrado.

#### **5.5.2 Aspectos a Mejorar:**

- La concentración del portafolio en instrumentos de deuda pública, hace que el riesgo del emisor se minimice, más no sucede lo mismo con otros tipos de riesgo, como el del mercado, por las variaciones en las tasas de interés, al cual se exponía por la recurrencia en las tasas fijas.
- Vencimientos no escalonados, y por tanto no coherentes con un proceso de planeación financiera, desconociendo contingencias que pudiese sufrir la caja en un futuro inmediato.
- Cabe recalcar que la excesiva concentración en TES dentro del portafolio se constituye en un riesgo como ya se reseñó, sería susceptible de mejorar al diversificar a través de la integración de nuevos activos financieros seguros y líquidos.
- Aunque no se puede desconocer la calidad crediticia del emisor de los Títulos de Tesorería, las condiciones financieras del mercado pueden variar, y por tanto afectar los resultados para este o cualquier tipo de títulos, hecho que en muchos casos obligaría a ventas anticipadas, que por su urgencia llevaría a pérdidas, hecho que afectaría de manera notable los resultados de CAPRUIS.
- Los cambios en la calidad del emisor no pueden ser manejados por el inversionista, tampoco está en sus manos la frecuencia en que ello pudiese ocurrir, más si puede ser prevista y mitigada la potencialidad del daño que podría llegar a causar, disminuyendo el grado de exposición del portafolio.
- Reconocimiento de las condiciones de mercado: Tal como declara el decreto 648 de 2001 “En todos los casos las inversiones financieras deberán efectuarse bajo los criterios de transparencia, rentabilidad, solidez y seguridad, y en condiciones de mercado”. La norma es subjetiva, y da lugar a muchas interpretaciones, pues evaluar el mercado no solo se logra solicitando un número determinado de propuestas de

emisores (sistema de subastas) que permitan identificar las condiciones en que el dinero podría ser recibido, pues de ser así se aceptaría la alternativa mas rentable, olvidando que el primer factor estratégico en la inversión no es la rentabilidad sino la seguridad y contrario a la bondad de la inversión en términos de seguridad, la rentabilidad por encima del promedio de mercado, habla de mayores riesgos asumidos.

- De otra parte, se había manejando una concepción monocular en la administración del portafolio de CAPRUIS, de creer que todo activo adquirido madurará y se redimirá en sus manos (desconociendo el riesgo por los cambios acaecidos en el mercado entre la fecha de la compra y la del vencimiento) y que por tanto los aspectos a evaluar al momento de la compra en el mercado primario o secundario, no son otros que la tasa facial en el primario o la rentabilidad ofrecida en el secundario, el plazo y/o la madurez, la calidad del emisor, dejando de lado las condiciones del entorno; y aunque es loable la estabilidad, pueden cambiar las condiciones y, por tanto se requiere una mayor atención y cuidado en un mercado por demás frágil, inestable y poco confiable en lo que tiene que ver en proyecciones de mediano y aún más, en el largo plazo.
- Tal como se registro previamente los vencimientos se encontraban poco escalonados, demostrando que la inversión no obedecía a un proceso de Planeación Financiera, y por tanto ha de ser mejorado; pues el escalonamiento no resultaba coherente con futuras necesidades de liquidez, dejando entrever que en el futuro tendrían vencimientos concentrados, lo cual haría difícil la colocación eficiente de estos recursos, de ser requeridos en al momento de vencimiento de los títulos, por lo menos en condiciones económicas óptimas.
- Quizá el elemento que más se debe resaltar como riesgoso al momento de analizar el portafolio de inversiones de CAPRUIS, es el hecho que al inicio del año 2005, todos los activos presentes habían sido contratados a tasa fija, sin reconocer en ella los movimientos del mercado, pues aunque la defensa radica en la decisión inquebrantable de la Caja de Previsión de no vender antes del vencimiento, esto es algo que no se puede asegurar con tanta vehemencia, pues no solo se vende por necesidades de liquidez, sino en momentos de debilitamiento de calidad del emisor como anteriormente se mencionaba, cambios bruscos en las condiciones del mercado, o la

presencia de nuevas necesidades no previsibles en el primer momento, que exijan recursos frescos de manera inmediata.

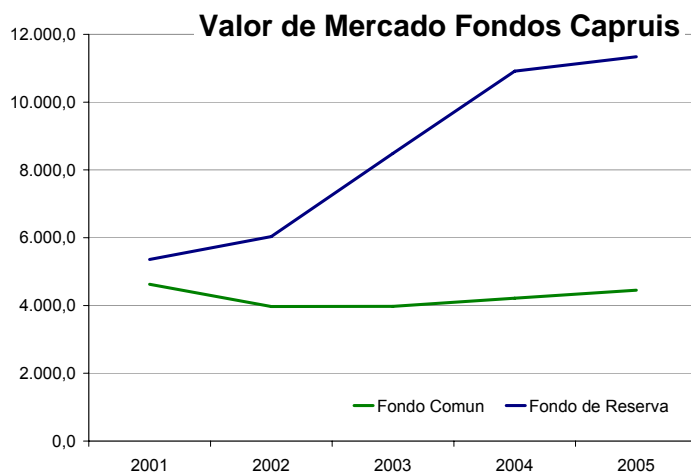
## **5.6 ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN DE CAPRUIS - VALORACIÓN Y EVALUACIÓN DE RIESGOS (2001-2005)**

Tal como se ha mencionado de manera recurrente, las inversiones de CAPRUIS se encuentran divididas en dos fondos, el fondo común, que sirve de proveedor de recursos para la operación, cuando los ingresos del período no logran cubrir los egresos oportunamente y al cual van dirigidos los excedentes que se presentan en algunos períodos y el fondo de reserva, que está constituido como un fondo para acumulación de capital con miras a solventar requerimientos de largo plazo.

Si se observa históricamente, el comportamiento de los fondos mencionados, se puede identificar una tendencia creciente sostenida en el fondo de reserva, puesto que además de incorporar un portafolio continuo de los rendimientos que generan las inversiones; también, de forma permanente están ingresando recursos provenientes de los directos aportantes establecidos por la normatividad de la entidad.

Como se observa en el gráfico, para el año 2001 el valor del fondo de reserva era de \$5.359,2 millones de pesos y actualmente (abril de 2005) se encuentra en 11.338,1 millones de pesos. Entretanto, el fondo común muestra un crecimiento leve a partir del año 2002, que no alcanza ni siquiera a representar un ajuste por la pérdida de poder adquisitivo de la moneda quedando a abril 30 de 2005 en 4451,8 millones, valor inferior a los 4.627,1 millones en que se valoraba al cierre de 2001 (Ver Figura 24).

Figura 25. Variaciones en la Valoración de los Fondos Común y de Reserva 2001-2005

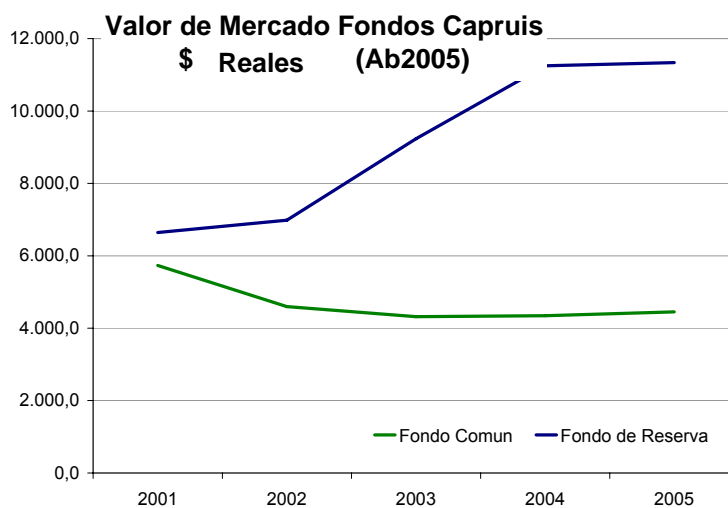


Valor de Mercado	2001	2002	2003	2004	2005
Fondo Común	4.627,1	3.969,5	3.972,2	4.216,3	4.451,8
Fondo de Reserva	5.359,2	6.033,1	8.490,0	10.912,2	11.338,1

Datos a abril de 2005

Con el fin de identificar el impacto de la pérdida de poder adquisitivo, se han considerado los valores del fondo al cierre de cada ejercicio, actualizados por el IPC, los cuales se muestran en el Figura 25.

Figura 26. Variaciones en la Valoración de los Fondos Común y de Reserva 2001-2005 (Pesos Reales)



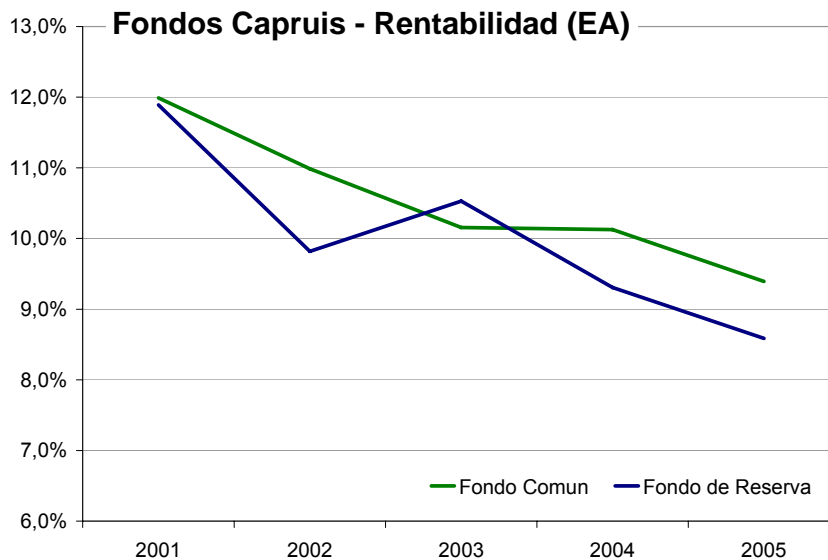
\$ Constantes 2005	2001	2002	2003	2004	2005
Fondo Común	5.733,8	4.597,4	4.320,1	4.346,7	4.451,8
Fondo de Reserva	6.640,9	6.987,5	9.233,7	11.249,6	11.338,1

En conclusión, el fondo de reserva tiene una tendencia creciente debido a los continuos ingresos de aportes y rendimientos. Por su parte, el fondo común presenta una proyección decreciente en términos reales, puesto que parte de los rendimientos e incluso el capital invertido se ha visto comprometidos por los déficit que ha presentado la operación en los años analizados.

En términos de rentabilidad, se ha presentado una disminución sostenida de la misma como producto de condiciones de mercado, la cual en parte, se ha visto compensada por la realización de inversiones en horizontes de tiempo más amplios (ver evolución de duraciones de los portafolios). Tanto el fondo común como el fondo de reserva presentaban una rentabilidad promedio de mercado (para sus inversiones en pesos) aproximada del 12% que se ha visto reducida llegando a niveles inferiores al 10%.

Causa curiosidad el hecho de encontrar consistentemente rentabilidades inferiores en el fondo de reserva, siendo este el que debería mostrar tasas más elevadas debido a la posibilidad de manejar plazos más largos (ver gráfico a continuación).

Figura 27. Rentabilidad de los Fondos de CAPRUIS

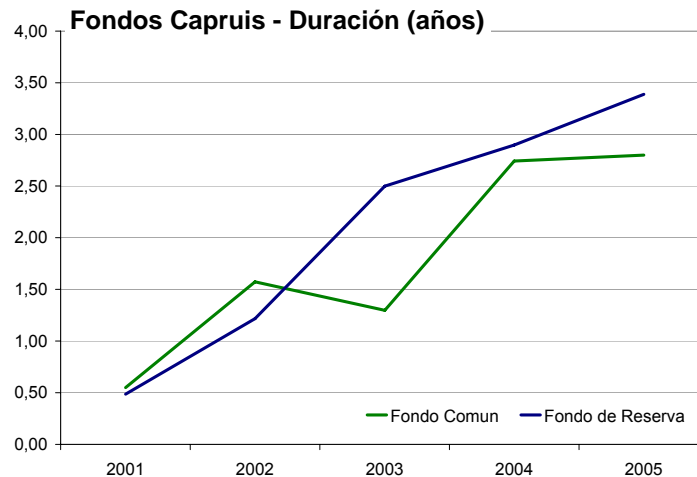


Rentabilidad (EA)	2001	2002	2003	2004	2005
Fondo Común	12,0%	11,0%	10,2%	10,1%	9,4%
Fondo de Reserva \$	11,9%	9,8%	10,5%	9,3%	8,6%

Se analizó, también, el riesgo de tasa de interés mediante el cálculo y comparación de la duración. El ejercicio comparativo de este indicador se realizó para identificar el riesgo de tasa de interés y la concentración promedio de vencimientos, Los resultados obtenidos fueron duraciones menores para el fondo común a partir del año 2003 como se esperaba dada su naturaleza de proveedor de liquidez. Curiosamente el fondo de reserva presentaba una menor duración que el fondo común en el año 2002, lo cual no es coherente con su naturaleza. Sin embargo esta situación tiende a corregirse mediante la incorporación de inversiones a plazos superiores que se da en ambos fondos durante los últimos años.

Al observar la evolución, se puede concluir que no existe una diferenciación clara en términos de madurez de las inversiones entre los dos fondos, puesto que el fondo de reserva muestra inversiones a plazos iguales que el fondo común, pudiendo tener un horizonte de tiempo más amplio en los instrumentos utilizados. (Ver figura 27).

Figura 28. Evolución del Indicador Duración 2001-2005



La duración promedio de las inversiones tiende a aumentar con el paso del tiempo, aspecto que responde al interés de obtener mayores rendimientos y que es totalmente justificable en la medida que no hay una necesidad inmediata de los recursos, aún en el caso del fondo común, ya que aunque parte de sus recursos pueden destinarse a cubrir los déficit que se presenten en la operación, éstos se van presentando poco a poco. El detalle puede observarse en la tabla adjunta.

## Evolución del Indicador Duración en el Portafolio de CAPRUIS

Duración (años)	2002	2003	2004	2005
Fondo Comun	1,6	1,3	2,7	2,8
Fondo de Reserva	1,2	2,5	2,9	3,4

### 5.6.1 EVOLUCIÓN DEL FONDO COMUN (2001-2005)

#### 5.6.1.1 Año 2001

Al finalizar este periodo, el fondo común presentaba un valor de 4.627,1 millones, una rentabilidad de mercado de 11,99% y una duración promedio de 0,549 años. El fondo se encontraba compuesto por 14 títulos con madurez entre 121 y 401 días y una predominante participación de TES a tasa fija (65,8%).

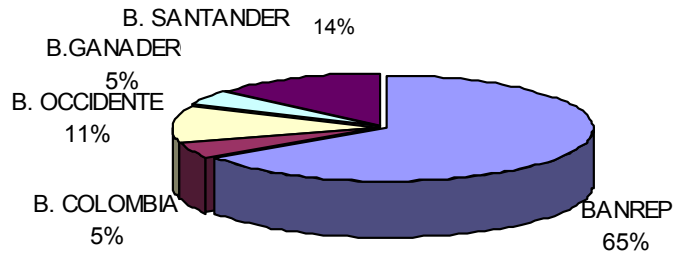
Los vencimientos estaban concentrados principalmente en el segundo semestre del año 2002 (65,8%) y el 34,2% restante estaría disponible en el primer semestre (Ver tabla 17).

Tabla 16. Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2001

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
	Días	\$ Vencimiento	%
	0	1.687	34,2%
	183	3.242	65,8%
	366	0	0,0%
	548	0	0,0%
<b>Total</b>		<b>4.929</b>	<b>100,0%</b>

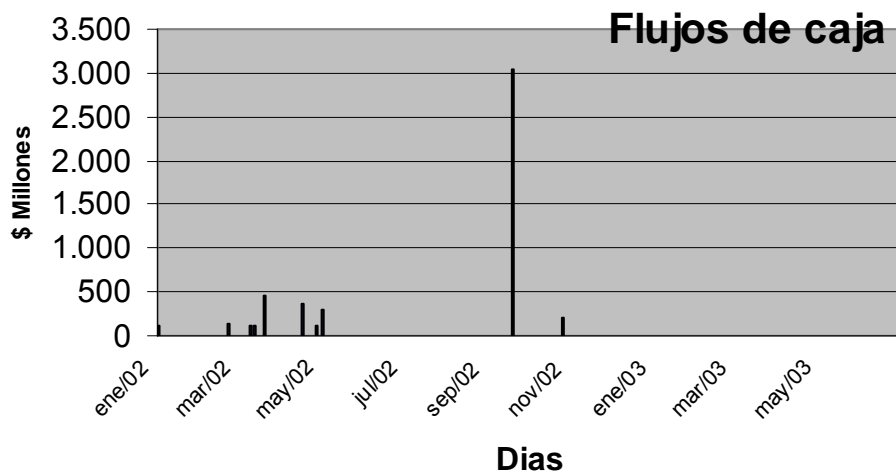
La composición de los vencimientos por emisor se puede apreciar en el gráfico de pastel, donde se observa que los CDTs que forman parte del portafolio han sido emitidos por Banco Santander principalmente (14%), Ganadero (5%), Occidente (11%) y Colombia (5%).

Figura 29. Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS por Emisor 2001



El perfil de vencimientos muestra una alta concentración en septiembre de 2002 debida a los vencimientos de TES.

Figura 30. Flujo de Caja de la Inversión en el Fondo Común - 2001

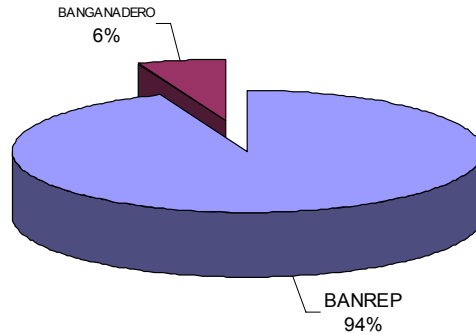


### 5.6.1.2 Año 2002

Para el cierre de 2002 el fondo común acumulaba inversiones valoradas en 3.969,5 millones de las cuales el 92,4% eran TES Clase B a tasa fija y el 7,6% restante en un CDT. El portafolio se encontraba compuesto por 9 cupones y principales de TES a tasa fija y un CDT en su mayoría con vencimiento inferior a 2 años. La totalidad de las inversiones habían sido pactadas a tasa fija y en pesos.

La concentración por emisor era alta, únicamente contando con dos emisores, Banco de la República y Banco de Occidente, cuyos valores al vencimiento se encontraban distribuidos como lo muestra el gráfico:

Figura 31. Conformación del Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS 2002



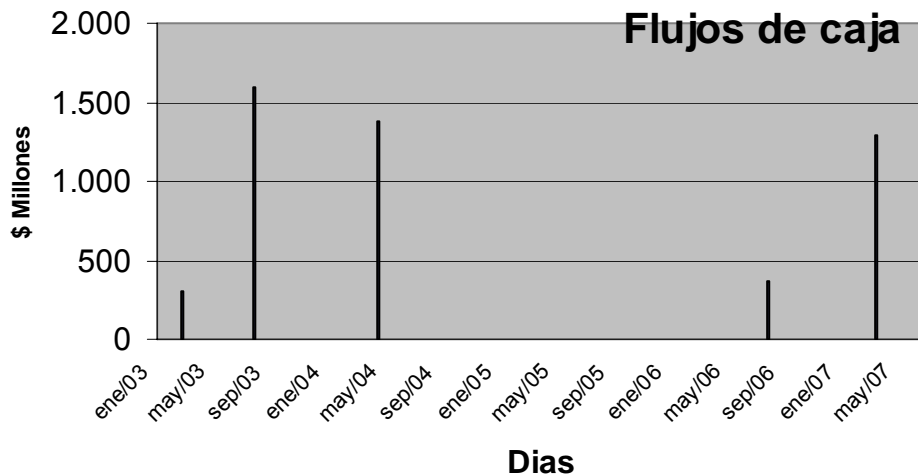
En la tabla siguiente se puede observar la distribución de vencimientos, para el primer semestre de 2003 un 6,2% del valor al vencimiento, un 32,4% con vencimiento en el segundo semestre, un 28% con vencimiento en el 2004 y con vencimientos superiores a 2 años el 33,4% restante.

Tabla 17. Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2002

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Días		\$ Vencimiento	%
0	182	306	6,2%
183	365	1.600	32,4%
366	547	1.382	28,0%
548	730	0	0,0%
731	912	0	0,0%
913	1095	0	0,0%
1096	1277	0	0,0%
1278	1459	365	7,4%
1460	1641	1.285	26,0%
<b>Total</b>		<b>4.938</b>	<b>100,0%</b>

La madurez mínima se encontraba a 90 días y el título con pago más distante lo tenía programado a 1.744 días. Para observar con mayor detalle el perfil de caja del fondo, el gráfico siguiente muestra los valores que se esperaban recibir como producto de las redenciones entre los años 2003 y 2007

Figura 32. Flujo de Caja del Fondo Común- 2002



### 5.6.1.3 Año 2003

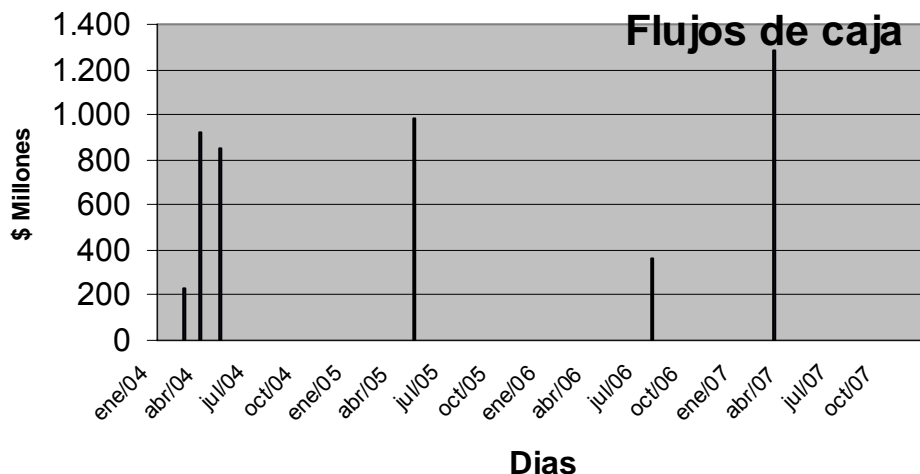
Al concluir el año 2003 el fondo común presentaba inversiones que al ser valoradas considerando las condiciones del mercado totalizaron \$3.972,1 millones de pesos. Se trataba de 13 títulos (4 cupones y 7 principales de TES clase B a tasa fija y 2 CDT emitidos por Banco de Occidente), con madurez entre 91 y 1744 días. Se calculó la duración del portafolio siendo esta de 1,297 años.

Los vencimientos programados estaban ubicados principalmente en el primer semestre de 2004 (43,2%). Para un detalle de la distribución de ingresos, ver tabla de composición del portafolio por liquidez y gráfico con el perfil de flujos de caja proyectados.

Tabla 18. Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2003

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Días	\$	Vencimiento	%
0	182	1.997	43,2%
183	365	0	0,0%
366	547	981	21,2%
548	730	0	0,0%
731	912	0	0,0%
913	1095	365	7,9%
1096	1277	1.285	27,8%
1278	1460	0	0,0%
<b>Total</b>		<b>4.628</b>	<b>100,0%</b>

Figura 33. Flujo de Caja del Fondo Común de la Inversión- 2003



#### 5.6.1.4 Año 2004

Al finalizar este ejercicio, el fondo tenía totalmente concentradas sus inversiones en deuda pública (20 principales y cupones de TES a tasa fija) con rentabilidad promedio de mercado de 10,13%, un valor de mercado de \$4.216,3 millones y una mayor duración que en el período anterior (2,74 años).

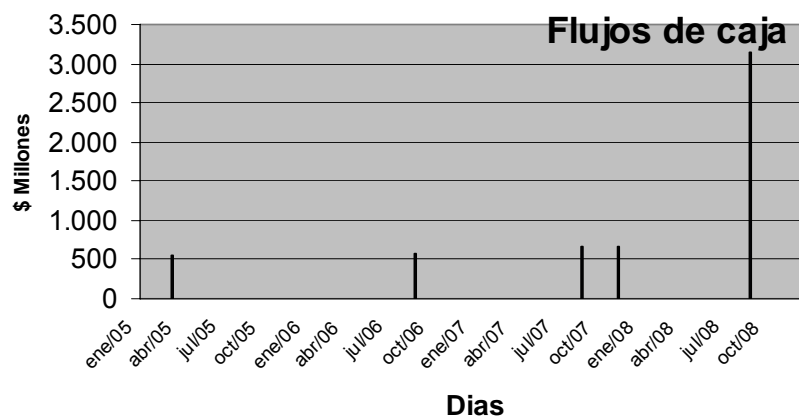
La distribución de vencimientos está concentrada en unos pocos períodos, un 10% para el primer semestre de 2005 y otro 10% para el segundo semestre de 2006, un 23,8% a vencerse el segundo semestre de 2007 y la mayor proporción (56,1%) para el segundo semestre de 2008. (Ver tabla).

Tabla 19. Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2004

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Dias		Valor Nominal	%
0	182	557	10,0%
183	365	0	0,0%
366	547	0	0,0%
548	730	567	10,1%
731	912	0	0,0%
913	1095	1.334	23,8%
1096	1277	0	0,0%
1278	1460	3.141	56,1%
<b>Total</b>		<b>5.599</b>	<b>100,0%</b>

Los vencimientos de nuevo se encuentran altamente concentrados en una única fecha. En el perfil de caja que se muestra a continuación puede apreciarse la magnitud de recursos concentrada en agosto de 2008.

Figura 34. Flujo de Caja del Fondo Común de la Inversión- 2004



### 5.6.1.5 Año 2005

Actualmente, al cierre del mes de abril, el portafolio del fondo común se encuentra constituido por 19 cupones y un principal de TES clase B a tasa fija y dos encargos fiduciarios, uno a la vista y otro con retiros programados para los días 11 de cada mes de ser necesarios. El fondo ha sido valorado a precios de mercado, con una rentabilidad promedio de 9,39% efectivo anual por \$4.451,8 millones y una duración promedio de 2,799 años.

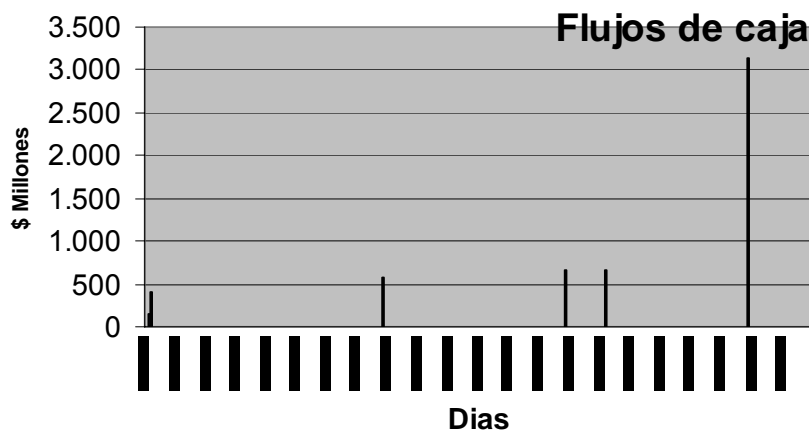
Los vencimientos se encuentran principalmente concentrados en el segundo semestre de 2008, debido a vencimientos de cupones de TES en agosto de ese año. Ver tabla para mayor detalle.

Tabla 20. Portafolio del Fondo Común de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2005

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Dias		Valor Nominal	%
0	182	563	10,1%
183	365	0	0,0%
366	547	567	10,1%
548	730	0	0,0%
731	912	664	11,8%
913	1095	670	12,0%
1096	1277	3.141	56,0%
1278	1460	0	0,0%
<b>Total</b>		<b>5.605</b>	<b>100,0%</b>

Observando el perfil de flujos de caja, la concentración del efectivo disponible es alta. Aparte de los recursos a corto plazo que se pueden retirar de los encargos fiduciarios, solo hay cuatro fechas que presentan vencimientos (ver Figura 34).

Figura 35. Flujo de Caja del Fondo Común de la Inversión- 2005



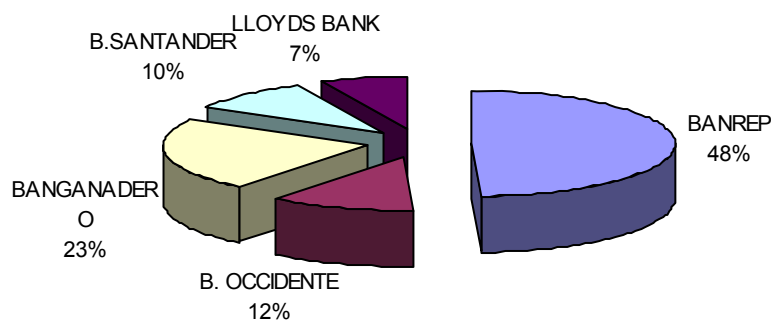
## 5.6.2 EVOLUCIÓN DEL FONDO DE RESERVA (2001-2005)

### 5.6.2.1 Año 2001

El fondo de reserva al finalizar el año 2001 mantenía inversiones en 18 títulos, 100% tasa fija en pesos, con una madurez mínima de 90 días y un máximo de días al vencimiento de 539. Con una rentabilidad promedio de mercado del 11,89%, el portafolio fue valorado arrojando un total de 5.359,2 millones y una duración de 0,487 que se considera baja para un fondo con destinación de largo plazo.

Aproximadamente la mitad de las inversiones se encontraban representadas en CDTs y la otra mitad en cupones y principales de TES a tasa fija. Obsérvese la distribución por emisor:

Figura 36. Conformación del Portafolio del Fondo de Reserva CAPRUIS 2001



:

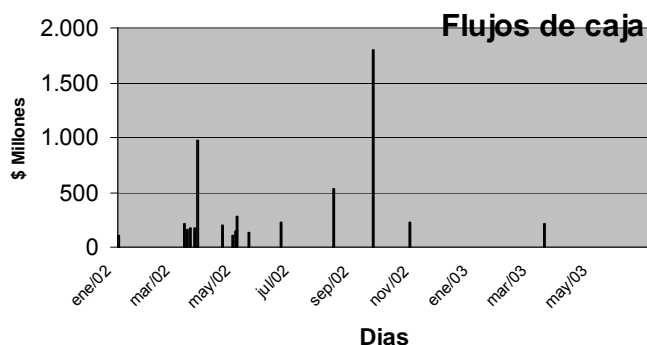
La totalidad de las inversiones presentaba un vencimiento inferior a dos años, estando principalmente concentrados los mismos en un período de un semestre.

Tabla 21. Portafolio del Fondo de Reserva de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2001

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>				
	Días	\$ Vencimiento	%	
	0	182	2.885	50,9%
	183	365	2.563	45,2%
	366	547	220	3,9%
	548	730	0	0,0%
<b>Total</b>			<b>5.668</b>	<b>100,0%</b>

Para un detalle de los vencimientos, se puede apreciar el gráfico siguiente, donde se observa la disponibilidad de efectivo por fechas.

Figura 37. Flujo de Caja del Fondo Común de la Inversión- 2001

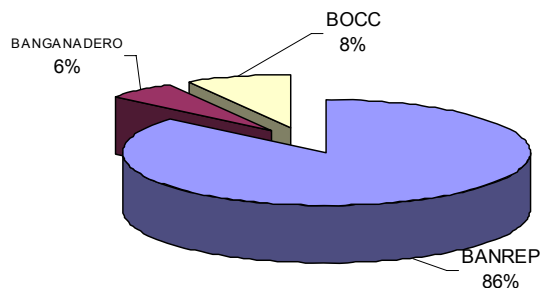


### 5.6.2.2 Año 2002

Al cierre del año 2002 el fondo de reserva se encontraba conformado por 7 CDT y 17 TES, inversiones 100% en pesos a tasa fija con vencimientos entre 90 y 1.736 días. Valorado a 31 de diciembre con una tasa promedio de 9,82% EA el portafolio sumaba 6.033,1 millones de pesos a valor de mercado y una duración baja para un portafolio de largo plazo (1,22 años).

Por valor al vencimiento los TES representaban un 86% y el restante 14% se distribuía entre CDT emitidos por Banco Ganadero y Banco de Occidente, como se observa en el gráfico a continuación.

Figura 38. Conformación del Portafolio del Fondo de Reserva de CAPRUIS 2002

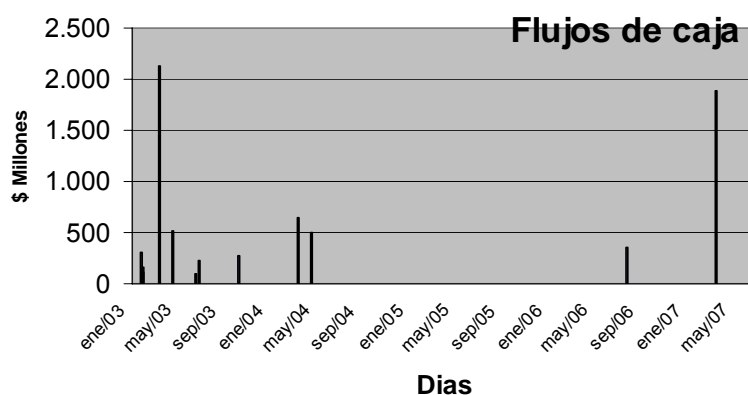


Los vencimientos están principalmente ubicados en el corto plazo (49,4% en el semestre siguiente). Ver recuadro y gráfico con el perfil de flujos de caja.

Tabla 22. Portafolio del Fondo de Reserva de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2002

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Días		\$ Vencimiento	%
0	182	3.566	49,4%
183	365	274	3,8%
366	547	1.142	15,8%
548	730	0	0,0%
731	912	0	0,0%
913	1095	0	0,0%
1096	1277	0	0,0%
1278	1459	349	4,8%
1460	1641	1.893	26,2%
<b>Total</b>		<b>7.223</b>	<b>100,0%</b>

Figura 39. Flujo de Caja de la Inversión del Fondo de Reserva - 2002



### 5.6.2.3 Año 2003

Los 35 títulos que componían este portafolio al finalizar el año 2003 se valoraron en \$7.188 millones de pesos (Duración 1,51 años) con una tasa promedio de 10,53%). El 89% de los recursos invertidos en pesos se encontraba invertido en TES y el restante 11% en CDTs emitidos por Banco de Occidente. Al finalizar el año se incorporó al portafolio una inversión en dólares que valorada a 31 de diciembre sumaba 1.301,5 millones y aportaba una duración de 7,96 al portafolio que consolidado totaliza 8.489,9 millones y una duración de 2,5 años.

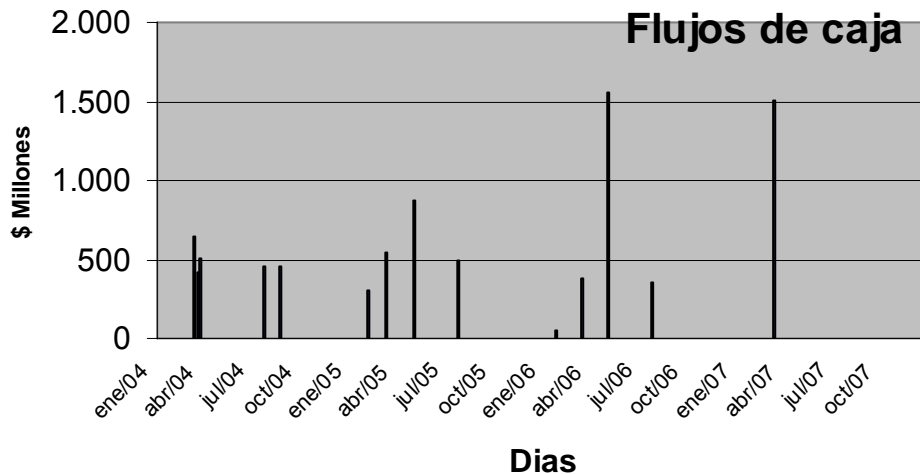
### Portafolio en Pesos

Los flujos de caja de las inversiones en pesos mostraban una amplia dispersión, cubriendo diferentes períodos, aunque este “escalonamiento” no es indispensable para un fondo que no necesita proveer liquidez.

Tabla 23. Portafolio del Fondo de Reserva de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2003

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Dias	\$	Vencimiento	%
0	182	1.581	18,5%
183	365	900	10,5%
366	547	1.720	20,2%
548	730	500	5,9%
731	912	1.981	23,2%
913	1095	349	4,1%
1096	1277	1.502	17,6%
1278	1460	0	0,0%
<b>Total</b>		<b>8.533</b>	<b>100,0%</b>

Figura 40. Flujos de caja esperados por vencimientos del portafolio 2007



#### 5.6.2.4 Año 2004

El portafolio se encontraba conformado a diciembre de 2004 por 56 TES a tasa fija, un bono Yankee del 2024 y 3 T-notes con vencimiento en 2013. La valoración de las inversiones en pesos bajo condiciones de mercado arrojó un resultado de 9.134,3 millones de pesos (duración 1,88 años) con una tasa promedio de rentabilidad del 9,31%. Por su parte, las inversiones en dólares totalizan 1.777,8 millones y han sido valoradas en promedio con una

tasa del 5,47% (duración 8,11 años). El portafolio total se valora en 10.912,2 millones de pesos y tiene una duración promedio de 2,9 años.

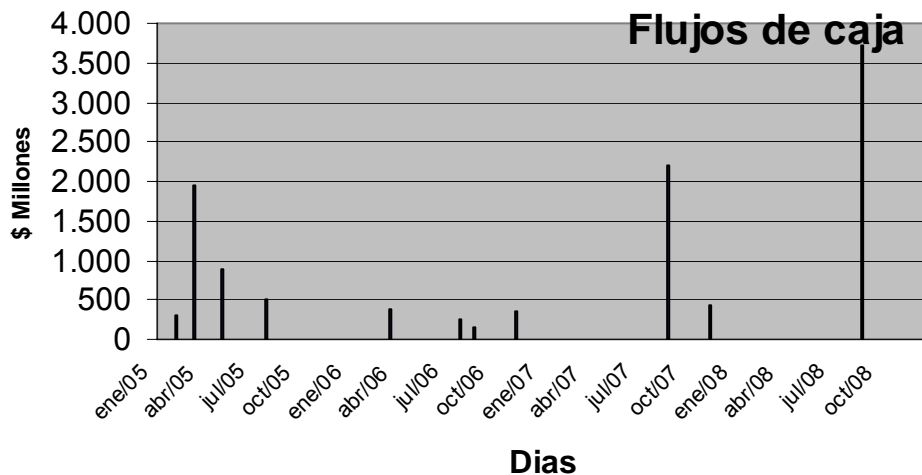
Los vencimientos se encuentran distribuidos así: un 28,2% para el primer semestre de 2005, un 23,8 para el segundo semestre de 2007 y 33,4% para el segundo semestre de 2008. Las proporciones restantes pueden apreciarse en la tabla adjunta.

Tabla 24. Portafolio del Fondo de Reserva de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2004

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>				
	Días	Valor Nominal	%	
	0	182	3.135	28,2%
	183	365	500	4,5%
	366	547	369	3,3%
	548	730	758	6,8%
	731	912	0	0,0%
	913	1095	2.640	23,8%
	1096	1277	0	0,0%
	1278	1460	3.713	33,4%
<b>Total</b>			<b>11.115</b>	<b>100,0%</b>

Para observar la concentración en fechas particulares, se presenta a continuación el perfil de flujos de caja, que muestra uno a uno los vencimientos programados.

Figura 41. Flujo de Caja del Fondo de Reserva de la Inversión- 2004



### 5.6.2.5 Año 2005

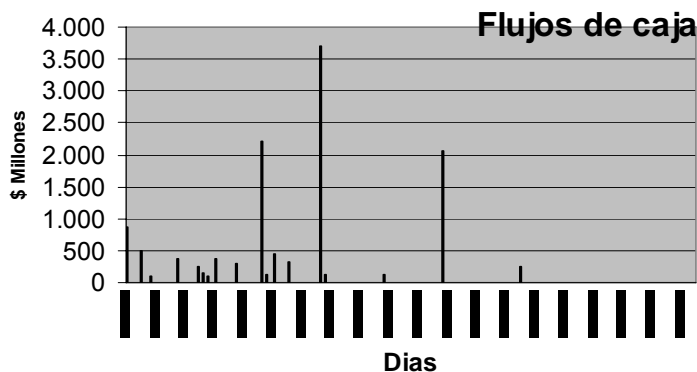
Actualmente el fondo de reserva se encuentra conformado por 60 cupones y principales de TES a tasa fija, un TES denominado en UVR y un Bono a tasa fija que han sido valorados a precios de mercado con un rentabilidad promedio de 8,59% y han arrojado un resultado de \$9.586,1 millones de pesos para el portafolio en moneda legal, con una duración promedio de 2,60 años. Adicionalmente, el portafolio en dólares cuenta con un bono “Yankee” emitido por el Gobierno Colombiano y tres títulos de tesorería de los Estados Unidos, los cuales totalizan \$1.751,9 millones, valorados con una rentabilidad promedio (Yield average) de 5,59% EA. La duración de este portafolio es de 7,68 años que promediada con la del portafolio en pesos da como resultado una duración total de 3,39 años para un portafolio que sumado acumula \$11.338,1 millones. Los vencimientos programados se encuentran repartidos en diferentes periodos, tal como se puede apreciar en la tabla de composición del portafolio por liquidez que se presenta a continuación.

Tabla 25. Portafolio del Fondo de Reserva de CAPRUIS por Tiempo de Maduración 2005

<b>Composición del portafolio por liquidez</b>			
Días		Valor Nominal	%
0	182	1.516	15,0%
183	365	404	4,0%
366	547	539	5,3%
548	730	700	6,9%
731	912	2.322	23,0%
913	1095	760	7,5%
1096	1277	3.836	38,1%
1278	1460	0	0,0%
<b>Total</b>		<b>10.076</b>	<b>100,0%</b>

Se presenta al igual que en el fondo común una alta concentración de vencimientos en agosto de 2008 (38,1% del valor de los flujos de caja proyectados).

Figura 42. Flujo de Caja del Fondo de Reserva de la Inversión- 2005



## 6. MANUAL DE POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS PARA LA ADMINISTRACION DE LAS INVERSIONES EN CAPRUIS

El presente capítulo provee a la Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander “CAPRUIS”, de una guía teórico - práctica, para la administración de las inversiones; ajustada a los requerimientos legales<sup>58</sup> y, a lo establecido en la materia, tanto por estamentos internos, como por organismos de control.



A fin de lograr unidad de criterios en los principios rectores del proceso de inversión, a continuación se declaran los Objetivos, Políticas, Estrategias, y Procedimientos, que ha de seguir la dirección de la entidad en la administración de sus recursos financieros, con el ánimo de garantizar y optimizar los beneficios obtenidos.

El capítulo recoge en primer término la experiencia positiva vivida en los últimos años en la entidad, donde se han construido “Buenas Prácticas en la inversión”, sin que ello fuese fruto de procesos formales; de otra parte, basados en el diagnóstico realizado al área y en los aspectos que en él, se identificaron como susceptibles de mejora en los apartes anteriores, y en lo exigido por las metodologías de excelencia en el mercado<sup>59</sup>, se han introducido elementos de innovación a los procesos de área de tesorería, que han sido estructurados y jerarquizados por este estudio, según el momento en que se halle la inversión.

---

<sup>58</sup> Ver ítem 3.1

<sup>59</sup> Metodologías de valoración de activos, exigidas a las entidades vigiladas por Superintendencia Bancaria, y Superintendencia de Valores. Nuevos sistemas de custodia de activos financieros, en los Depósitos Centrales de Valores.

## **6.1 OBJETIVOS**

### **6.1.1 Objetivo General**

Proveer a la Caja de Previsión Social de la Universidad de Santander –CAPRUIS- de un marco regulatorio para la eficiente administración de sus inversiones, que reconozca aspectos de tipo económico, estratégico y legal, que contribuyan a la minimización de los riesgos propios de este tipo de actividad y, a la maximización de los beneficios obtenidos.

### **6.1.2 Objetivos Específicos**

- Definir políticas y procedimientos en términos de tareas y responsabilidades, orientadas a soportar la Gerencia en la toma de decisiones de inversión
- Proveer herramientas de análisis, que contribuyan a la eficiente administración de los recursos económicos disponibles, coadyuvando a la viabilidad de los futuros desarrollos de la Entidad.
- Formalizar controles integrales sobre el proceso y las atribuciones de quienes participan en la colocación de los dineros de la Entidad.
- Dotar a la entidad de un sistema óptimo para la administración de los excedentes financieros, orientado a salvaguardar la calidad en la prestación de los servicios de salud a todos los afiliados

## **6.2 PRINCIPIOS**

Conforme lo dicta la normatividad vigente y la teoría aplicable, las decisiones financieras deberán efectuarse bajo los criterios de:

- **Transparencia:** Todas las operaciones deberán ser realizadas no sólo acatando las normas constitucionales, legales, sino las políticas, reglas y procedimientos que queden definidos en este manual, dentro del marco de la ética principio rector de toda actividad.
- **Idoneidad:** Las personas encargadas del manejo de los activos financieros en CAPRUIS, tendrán que cumplir con requisitos mínimos establecidos en términos de capacidad técnica y de conocimientos necesarios para cumplir adecuadamente con su función.
- **Rentabilidad:** Maximización de los rendimientos financieros logrados por la colocación de los recursos, excedentes de tesorería de la Caja de Previsión, sin desconocer los riesgos implícitos en ello.
- **Seguridad:** Se evaluará de manera exhaustiva el receptor de los recursos y sólo se aceptarán como tales, entidades con reconocida solvencia, liquidez, posición en el

mercado, respaldo, etc.; de tal forma que se aminore la exposición de la entidad a los diferentes riesgos, y por tanto se incremente la probabilidad de retorno efectivo de los recursos colocados.

- Competencia de agentes participantes: Con ánimo de mantener equilibrio en la aprobación de las ofertas recibidas, que garanticen las mejores condiciones para la entidad, se pretende, que en la administración de los excedentes de tesorería, exista el mayor número de ofertantes (procesos de compra) y/o demandantes (procesos de venta); por lo anterior, en toda negociación de activos financieros se deberá seleccionar demandantes u oferentes idóneos que garanticen una efectiva exposición al mercado.
- Objetividad en la Selección: Se deberá seleccionar la mejor oferta del mercado, garantizando la mayor transparencia en el depósito, disposición y manejo de los fondos, de manera que ningún agente del mercado, pueda sentirse tendenciosamente afectado en sus intereses o ser objeto de discriminación. Por lo anterior, el sistema de control velará porque las decisiones de inversión en la entidad, estén orientadas efectivamente hacia el interés corporativo, sin privilegios otorgados a grupos especiales.
- Economía: La asignación de los recursos debe ser la más adecuada en función de los objetivos y metas institucionales, por lo cual, se deberá buscar que la colocación o venta de activos financieros, no cause detrimento en las finanzas de la organización.
- Celeridad: El portafolio de inversiones administrado por CAPRUIS, garantizará respuesta oportuna a lo demandado en el desarrollo de su objeto social, por lo cual habrá de responder en primera medida a las necesidades de la entidad y no a lo comúnmente demandado a inversiones exitosas; es por esto, que CAPRUIS privilegiará seguridad frente a rentabilidad y, liquidez frente a grandes beneficios.
- Liquidez: hace referencia, a la necesidad de garantizar disponibilidad de recursos en tesorería para atender de forma adecuada y oportuna las obligaciones derivadas de su objeto social, sin perjuicio de la optimización de los recursos.
- Control: El proceso de colocación de excedentes financieros debe ser integral, suministrando en forma eficaz evidencias de los hechos financieros y económicos en cada una de las etapas realizadas.
- Solidez: Tanto los emisores de activos transados, como los comisionistas de bolsa a través de los cuales se adelanten las operaciones, deberán contar con la suficiente firmeza y solvencia económica, demostrada a través de estudios detallados de sus condiciones internas y de mercado, realizados por firmas especializadas.

- Posición ante el mercado: En todo momento se deberá reconocer a CAPRUIS, como inversionista, y nunca como especulador, por tanto las operaciones estarán enmarcadas bajo los principios de seguridad, y liquidez antes que de rentabilidad.

## **6.3 POLÍTICAS**

### **6.3.1 Políticas de Estructuración del Portafolio**

- La estructuración del portafolio obedecerá a principios de equilibrio, por lo cual no habrá concentración en términos de emisores, vencimientos, tipos de títulos, o de tasa de interés.
- La composición del portafolio reconocerá de manera exclusiva activos con contenido de deuda (a tasa fija o variable).
- Se privilegiará la inversión en activos líquidos, para lo cual ha de ser considerado la madurez y el tratamiento tributario de los mismos<sup>60</sup>.

### **6.3.2 Política de Rentabilidad**

- La rentabilidad<sup>61</sup> mínima esperada en cualquier transacción, deberá mantener un comportamiento coherente con las tasas promedio del mercado y la tendencia del tipo de activo transado. Para el caso de:
  - TES: tomará como referencia la tasa IRTES o IRTUS.
  - CDTs: La DTF según rango y vencimiento.
  - Bonos: se tendrá como referente válido el promedio de las negociaciones que para títulos de igual nivel de riesgo provea la Bolsa de Valores de Colombia.
  - Inversiones con plazo de hasta 90 días: Títulos que reconozcan como mínimo la DTF vigente a la fecha de compra, o su equivalente para periodo de 90 días.
- No se mantendrán saldos en caja o en cualquier otro instrumento que no reconozca rendimientos, a excepción de aquellos recursos monetarios que correspondan a

---

<sup>60</sup> En toda negociación de activos financieros, se ha de tener en cuenta el impacto fiscal de los mismos, pues si bien es cierto CAPRUIS se encuentra exenta de cargas impositivas, los activos podrían disminuir su liquidez en el mercado, debido a impuestos y/o gravámenes aplicables.

<sup>61</sup> Entendida como la tasa de retorno lograda en las diferentes inversiones ya sea en el momento de su venta, o al vencimiento de la obligación.

pagos a realizar en la fecha, o a flotantes<sup>62</sup> que puedan presentarse en las cuentas corrientes de la entidad.

- Los ingresos recaudados por la Entidad, se canalizarán a través de vehículos colectivos de inversión administrados por Sociedades Fiduciarias y/o Sociedades Comisionistas de Bolsa.

### **6.3.3 Políticas para la Administración del Riesgo**

#### **6.3.3.1 De Contraparte o de Emisor**

Para la selección de emisores y/o intermediarios en la negociación, se reconocerán las calificaciones asignadas por entidades especializadas<sup>63</sup> sobre capacidad y habilidad de pago de sus obligaciones, optando por los más altos niveles para los diferentes plazos transados. Adicionalmente, se deberán establecer cupos por emisor y Sociedad Comisionista de Bolsa, evitando con ello la concentración, mismos que responderán a la solidez patrimonial de la entidad.

#### **6.3.3.2 Riesgo Operativo**

- Los funcionarios responsables de las tareas de inversión, acatarán de manera irrestricta lo estipulado en el presente manual.
- Los procesos de inversión en CAPRUIS solo podrán ser desarrollados por personal con idoneidad reconocida en la materia.
- Todo proceso del área de inversiones, será totalmente documentado en sus diferentes etapas.

#### **6.3.3.3 De mercado.**

Reconociendo la mayor o menor exposición del portafolio ante la variación en los precios: tasa de interés y/o tipos de cambio, se determinarán máximos niveles en el indicador de duración<sup>64</sup> para cada uno de los activos y para la totalidad del portafolio, reconociendo con ello, las variables macro y micro económicas que exhiben tanto el mercado (tasas de interés

---

<sup>62</sup> Se entiende por flotantes: saldos en cuentas que correspondan a pagos realizados por la entidad a través de cheques, aun no cobrados por el beneficiario.

<sup>63</sup> Sociedades calificadoras de riesgo o sus asimiladas.

<sup>64</sup> Medida aceptada en el cálculo del riesgo de mercado, a través de la cual se identifica el momento de concentración de los flujos; y el llamado Duración modificada, donde se reconoce la variación que en el valor del título logra el cambio de un punto básico en las tasas del mercado. Se trata entonces de medir la concentración de flujos de caja de una inversión; títulos que tengan una concentración más lejana en el tiempo, serán más sensibles ante los cambios en las tasas de interés, es decir, generarán mayores pérdidas o mayores utilidades cuando la tasa de interés del mercado varíe. (Para mayor información remitirse al ítem 2.2.1.1).

y demás agregados monetarios), así como la situación de los emisores de los títulos en poder de la entidad.

#### **6.3.3.4 De Liquidez**

Los vencimientos pactados y/o aceptados en los activos de inversión, responderán a las necesidades de la operación, a fin de evitar altos costos de transacción en ventas anticipadas.

### **6.3.4 Políticas de Operación**

#### **6.3.4.1 Políticas de Planeación Financiera**

En el manejo de los recursos económicos de CAPRUIS se deberán adoptar herramientas gerenciales, las cuales darán prioridad a la implantación y utilización permanente del flujo de caja para la toma de decisiones, y en éstas deberá primar la atención de los compromisos derivados del desarrollo del objeto social, frente a la generación de excedentes para realizar operaciones de tesorería, sin menoscabo de la obligación permanente de optimizar los beneficios en su manejo.

#### **6.3.4.2 Políticas para el Desarrollo de la Negociación**

Toda decisión de inversión será tomada en cuerpos colegiados, por lo anterior será el comité de inversiones el encargado de evaluar de manera anticipada a los vencimientos, los tipos de activos que conformarán los portafolios administrados por CAPRUIS. Toda negociación debe contar con elementos que permitan el seguimiento continuo por parte de los órganos de control de la entidad.

#### **6.3.4.3 Políticas para el Manejo y Custodia de los Títulos**

La negociación de títulos se realizará únicamente a través de TÍTULOS DESMATERIALIZADOS, custodiados por un depósito central de valores.

#### **6.3.4.4 Políticas sobre los Participantes y Responsables del Proceso**

Todo funcionario que participe en este proceso, deberá contar con autorización expresa de la Gerencia, quien reconocerá los niveles de atribución y de responsabilidad que sobre la administración o inversión de los excedentes habrá definido la Comisión Financiera y/o su designado.

#### **6.3.4.5 Políticas sobre la documentación de procesos**

- Se mantendrá información financiera actualizada, sobre cada Sociedad Comisionista de Bolsa con la que se realicen operaciones, incluyendo la calificación emitida por las entidades autorizadas.
- Toda operación realizada debe documentarse con soportes como calificaciones de riesgo actualizadas, prospectos de emisión, reglamentos u otros según corresponda.
- Cada operación se documentará por completo registrando las condiciones de la misma en actas de inversión.

#### **6.3.5 Políticas de Verificación y Control**

CAPRUIS se apoyará en herramientas de software especializadas en valoración, que contengan las metodologías aceptadas por la ley, a fin de contar con información de alta calidad en el detalle de: las operaciones, su liquidación, valoración, contabilización, control de vencimientos y generación de informes mensualizados de las mismas.

### **6.4 ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN**

Las estrategias de inversión formuladas al tenor de las políticas previamente definidas, observarán los principios rectores y las condiciones imperantes en el mercado en la fecha de las diferentes operaciones de inversión. Por lo anterior, estas serán susceptibles de modificación, de tal modo que reconozcan la velocidad del cambio en el entorno, a fin de adaptar dichas estrategias a los nuevos escenarios planteados por la realidad macroeconómica del país, los cambios en la legislación y los requerimientos institucionales.

#### **6.4.1 De Estructuración del Portafolio**

##### **6.4.1.1 Sobre Diversificación:**

El portafolio de inversiones presentará diversificación en su contenido, en términos de: emisores, clases de activos financieros, monedas, madurez, y tipos de tasas de interés; a fin de garantizar la no concentración de los recursos de la entidad.

De acuerdo, con lo anteriormente enunciado, en la composición de los portafolios se tendrá en cuenta los siguientes aspectos:

- FONDO COMÚN:
  - Fondos Comunes Ordinarios (administrados por Sociedades de Servicios Fiduciarios), y/o Fondos de Inversión en renta fija (bajo la administración de

Sociedades Comisionistas de Bolsa), con participación máxima del 30% de los recursos disponibles.

- Certificados de Depósito a Término: Máximo el 30% del total del portafolio.
- Títulos de Deuda Pública Colombiana: Mínimo un 40% del total.
- No se admitirán inversiones en activos financieros denominados en moneda extranjera.

➤ **FONDO DE RESERVA:**

- Activos financieros denominados en moneda extranjera: Máximo el 20% de los recursos del Fondo. Estos activos solo podrán corresponder a emisores de deuda pública. .
- Deuda Nacional Privada: Máximo un 30% del portafolio.
- Títulos de Deuda Pública Colombiana: Mínimo un 50% del total.
- Se privilegiarán activos financieros de renta fija emitidos a tasas variables.
- La madurez de los activos estará determinada por las condiciones de mercado.

**6.4.1.2 Sobre Seguridad:**

Se privilegiará la inversión en activos cuyos emisores presenten las mejores calificaciones de riesgo de mercado, así como la inversión en activos con altos niveles de liquidez; en condiciones de igualdad, el factor determinante será la mayor rentabilidad de los activos.

**6.4.1.3 Sobre Tributación:**

Para incrementar el nivel de bursatilidad de los activos financieros, se preferirán bienes exentos de pago de impuestos, y por ende con un elemento que contribuya a su rápida negociación en el mercado secundario.

**6.4.2 De Rentabilidad**

**6.4.2.1 Sobre la Rentabilidad:**

Se verificará mediante el uso de gráficos comparativos, que la rentabilidad ofrecida en el activo seleccionado, sea superior a las diferentes alternativas cotizadas en igualdad de condiciones de riesgo y plazo.

**6.4.2.2 Sobre las Ofertas:**

- Se solicitarán como mínimo, dos ofertas a Sociedades Comisionistas de Bolsa a fin de establecer comparaciones que permitan confirmar que las operaciones escogidas son las de mayor conveniencia para la entidad.

- Con base en información de mercado se corroborará que las condiciones ofrecidas por las firmas comisionistas, coincidan con las condiciones de negociación que el mercado reconoce para títulos de la misma especie.

### **6.4.3 De Administración del Riesgo**

#### **6.4.3.1 Riesgo de Contraparte o de Emisor**

- Solo se aceptarán activos financieros cuyos Emisores y/o evaluación individual cuenten con una calificación “AA+” en el largo plazo y uno (1) en el corto plazo.
- Las Sociedades Comisionistas de Bolsa involucradas en el proceso acreditarán una calificación igual o superior a “AA+”, o su equivalente, según la Sociedad Calificadora de Riesgo y calificación de volatilidad 1 o 2 o sus equivalentes.
- Los Fondos de Inversión, administrados por Sociedades Comisionistas de Bolsa y/o los Fondos Comunes Ordinarios, administrados por Sociedades de Servicios Fiduciarios, en los cuales CAPRUIS participe registrarán calificación “AA+”
- Se obliga a los agentes comisionistas, a realizar directamente todas las operaciones sobre valores a través de sistemas transaccionales autorizados por la Superintendencia de Valores (o quien haga sus veces)<sup>65</sup>.
- Cuando las entidades en la realización de sus operaciones no utilicen sistemas transaccionales, deberán recurrir a mecanismos de subasta.
- Los sistemas transaccionales seleccionados y el intercambio a través de depósitos centralizados de valores se utilizarán como mecanismos para garantizar las operaciones en caso de incumplimiento de la contraparte.

### **6.4.4 Estrategias para el manejo del riesgo de iliquidez**

#### **6.4.4.1 Escalonamiento:**

En una misma fecha no podrán presentarse vencimientos que comprometan más del 20% del total de los recursos administrados, a menos que la planeación financiera de la entidad, así lo justifique.

### **6.4.5 Estrategias para la administración del riesgo operativo**

- Capacitación: Con el ánimo de minimizar los riesgos derivados del desconocimiento, la inexperiencia, o la desactualización de los funcionarios, CAPRUIS, realizará anualmente procesos de capacitación en temas afines con la administración de las

---

<sup>65</sup> Se estima que los sistemas transaccionales, cumplen con condiciones de seguridad, transparencia y adecuada formación de precios, además de los otros requisitos exigidos para tal efecto por la Superintendencia de Valores en desarrollo de sus facultades legales.

inversiones, cuyo impacto será evaluado mediante la aplicación de pruebas de conocimiento.

- Para el momento de la negociación, deberá ser realizado el cálculo de la rentabilidad de los activos financieros ofertados con el ánimo de verificar la veracidad de la información presentada por la sociedad comisionista de bolsa.
- Los datos que se requieren para realizar la valoración periódica de los portafolios administrados serán solicitados a dos o más sociedades comisionistas de bolsa a fin de validar la veracidad de los mismos. De presentarse alguna inconsistencia entre la información provista por las mencionadas sociedades se buscará una nueva fuente.
- La valoración del portafolio que de manera periódica se realiza, apoyada en sistemas de información, ha de validarse con otro medio diferente al software, que verifiquen los resultados individuales de algunos activos seleccionados aleatoriamente.

#### **6.4.6 Estrategias para la administración del riesgo de mercado.**

- Diversificación en tipos de tasas de interés<sup>66</sup>, monedas<sup>67</sup> y plazos<sup>68</sup>, de acuerdo a lo establecido en este estudio, en el ítem.6.6.1.

#### **6.4.7 Estrategias Operativas**

##### **6.4.7.1 Estrategias de Planeación Financiera**

- Se soportará la planeación en la evaluación permanente del Flujo de Efectivo de la entidad.
- En el Flujo de Efectivo, la jerarquía en la ejecución de los egresos será la siguiente:
  - Cubrimiento de los costos operativos.
  - Obligaciones de carácter Administrativo y Financiero (Gastos)
  - Aportes Obligatorios al Fondo de Reserva
  - Excedentes de inversión.
- Los pagos de las obligaciones contraídas como producto de la operación se harán con una periodicidad semanal, salvo el caso que el tipo de operación adelantada demande lo contrario.

---

<sup>66</sup> Tasa fija, DTF, IPC, TCC.

<sup>67</sup> Monedas internacionalmente aceptadas, por ser consideradas monedas de portafolio, de reserva y por ser reconocidas como medio de pago internacional; de otra parte se hace referencia a unidades de valoración de inversiones, tales como: UVR, Dólares, Euros y Pesos Colombianos.

<sup>68</sup> Se reconoce que a mayor plazo, el impacto de los movimientos de tasas de interés en el mercado, afectarían en mayor proporción el valor de los títulos y/o el portafolio en general

#### **6.4.7.2 Estrategias para el Desarrollo de la Negociación**

Toda decisión de inversión será tomada en cuerpos colegiados, por lo anterior será el comité de inversiones el encargado de evaluar de manera anticipada los vencimientos, y los tipos de activos que conformarán los portafolios administrados por CAPRUIS. Toda negociación debe contar con elementos que permitan el seguimiento continuo por parte de los órganos de control de la entidad.

#### **6.4.7.3 Estrategias para el Manejo y Custodia de los Títulos**

- Mantener actualizados los acuerdos de administración y custodia con las diferentes Sociedades Comisionistas de Bolsa.
- Se exigirá de parte de las Sociedades Comisionistas de Bolsa, reporte mensual, sobre los registros de activos financieros de propiedad de CAPRUIS, custodiados por su parte en el Depósito Central de Valores de Colombia S.A.; datos que serán validados con la información pública que el mencionado depósito ofrece en su página Web.

#### **6.4.7.4 Estrategias sobre los Participantes y Responsables del Proceso**

- La autorización requerida para la administración de los activos financieros, se entregará por escrito al funcionario asignado, donde se reconocerán los niveles de atribución y de responsabilidad definidos para este propósito por parte de la Comisión Financiera y/o su designado.
- Las personas encargadas de la administración o inversión de los excedentes deberán exponer ante la Gerencia de la entidad y los órganos de control interno, con la debida anticipación, los conflictos de interés, así como las situaciones de carácter intelectual, moral y/o económico que les inhiba, ocasional o permanentemente, para cumplir dichas funciones.

#### **6.4.7.5 Estrategias para la documentación de procesos**

- Toda operación realizada deberá estar soportada, en documentos que se reconozcan legítimos, por provenir de manera directa de la entidad especializada, cuyo contenido sea base suficiente para la toma de decisiones de inversión, seguras rentables y líquidas. Entre los elementos de registro utilizados se contarán los siguientes:
- Acta de la negociación debidamente aprobada con la firma de los participantes en la misma.
- Facsímiles de solicitudes, ofertas y contraofertas, enviados y recibidos durante el proceso de negociación.

- Archivo de impresos con información de soporte sobre el estado del mercado y de los títulos transados, al momento de la negociación.
- Cualquier otro que para casos específicos, pueda considerar pertinente la Comisión de Inversiones.
- Para la realización de una negociación a través de una Sociedad Comisionista de Bolsa, este deberá haber enviado previamente a CAPRUIS, copia del documento completo de la última calificación de riesgo y de cualquier revisión que se haya publicado posteriormente.
- Los documentos exigidos por tipo de inversión, serán los siguientes
- Para fondos fiduciarios o fondos de valores: La calificación de riesgo, el reglamento del fondo y una copia del contrato de administración.
- En el caso de bonos y titularizaciones: Calificación de riesgo, prospecto de emisión, copia del registro de los títulos en el Depósito Central De Valores y papeleta de bolsa.
- Títulos de tesorería – TES: Requerirán como soportes documentales la copia del registro de los títulos en el Depósito Central De Valores y la papeleta de bolsa.

#### **6.4.8 Estrategias de Verificación y Control**

##### **6.4.8.1 Sobre el pago de las inversiones:**

El pago de las operaciones que se realicen como resultado de las inversiones, se hará compensado, una vez se verifique la entrega de los mismos. Si por algún motivo no fuese posible que la operación sea compensada por trámites operativos propios del activo adquirido, se requerirá la autorización de la Gerencia General para la realización de dicha transacción.

##### **6.4.8.2 Sobre el acta de negociación:**

- Esta deberá contar para su aprobación y firma, como mínimo con los siguientes elementos:
  - Antecedentes de la operación
  - Estado inicial del portafolio
  - Evaluación previa
  - Descripción de las ofertas recibidas
  - Indicadores de mercado al momento de la operación
  - Decisión tomada
  - Y verificación del cumplimiento de la misma.

- A fin de corroborar la veracidad de la información contenida en el acta, esta deberá estar acompañada de los debidos soportes documentales que respalden cada uno de los ítems tratados.

#### **6.4.8.3 Sobre la valoración de los activos financieros:**

- Estos se valorarán mediante herramientas de software especializadas, que contemplen como mínimo los siguientes elementos:
- Condiciones faciales y de negociación de cada uno de los activos financieros en poder de la Entidad
- Identificación de vencimientos y/o pago de intereses por periodos mensuales.
- Módulo de liquidación, valoración a precios de mercado y contabilización, de los activos financieros bajo metodologías expresamente aceptadas por la ley
- Módulo de generación de reportes para cada uno de los ítems anteriormente descritos.
- Distintos niveles de seguridad para cada uno de los usuarios con acceso al sistema.

#### **6.4.8.4 Sobre los informes mensuales:**

- La Oficina de Control Interno, elaborará un informe de verificación del cumplimiento de cada uno de los aspectos normativos que rigen al proceso de colocación de los excedentes de Tesorería y de los cambios en la normatividad del mercado.
- La Sub-Gerencia Financiera y Administrativa entregará a la Gerencia reportes que contengan seguimiento histórico de la evolución en el valor de cada uno de los portafolios administrados en los diferentes fondos.

### **6.5 MACROPROCESO Y PROCESOS**

Los tópicos que se desarrollan a continuación, se aplican por principio a toda clase de actos y contratos que en relación con los excedentes de tesorería<sup>69</sup>, impliquen: Depósito, disposición, adquisición, manejo, custodia, administración de dinero, títulos y, en general, de valores que maneje la entidad.

---

<sup>69</sup> Por excedentes se entienden todos aquellos recursos que de manera inmediata no se destinen al desarrollo de las actividades que constituyen el objeto de las entidades a las cuales se les aplica el presente decreto. Decreto 648

El macroproceso de inversiones de CAPRUIS, comprende la Planeación de inversiones, Negociación de Valores, Valoración de Portafolios, y el Seguimiento y Control.

Las funciones específicas que se desarrollan en el área de inversiones, se originan en el proceso de planeación, del cual deben surgir lineamientos claros que sirvan de guía para la toma de decisiones. Debe identificarse la disponibilidad de recursos, evidente al revisar movimientos de efectivo realizados y verificar saldos, la evaluación de los requerimientos de liquidez de la empresa será también parte fundamental y por último, el portafolio mismo tiene redenciones y pagos que afectan el flujo de caja. Considerando la información que el mercado provee, deben resumirse los diferentes aspectos mencionados en reportes que sirvan de soporte para el proceso de negociación.

Durante el proceso de negociación se consideran diferentes alternativas del mercado, reflejadas en múltiples cotizaciones de agentes profesionales, para el estudio de las cuales se dará prioridad a la seguridad de las operaciones y ante igualdad de condiciones de seguridad, se buscará maximizar la rentabilidad para horizontes de tiempo previamente definidos.

Cada mes, se realizará la valoración de los fondos común y de reserva, para reconocer el impacto que tienen el paso del tiempo y la variación en las condiciones de mercado sobre el valor de los diferentes instrumentos.

## **6.5.1 Proceso de Planeación de Inversiones**

### **6.5.1.1 Análisis del Flujo de Efectivo**

- Responsable: Comité de Inversiones
- Actividades:
  - i. A partir del Flujo de Efectivo del mes en curso y del proyectado para el mes siguiente, entregado por la Dirección Financiera y Administrativa, se adelantará una revisión de los saldos libres que se presentaron y/o presentarán.
  - ii. Posteriormente, se identificará en el flujo de efectivo proyectado, los niveles de liquidez mínimos (efectivo requerido, o déficit a cubrir y saldos a la vista) para el mes siguiente.
  - iii. De llegar a presentarse excedentes de recursos, el Comité de Inversiones con base en el análisis de las perspectivas del mercado, tomará la decisión que

considere más adecuada, y la documentará mediante el registro en el formato “Plan de Inversiones de Tesorería” - PIT<sup>70</sup>.

- iv. Ante la presencia de déficit, o ante cambios en el entorno que puedan amenazar la estabilidad del portafolio administrado, el Comité de Inversiones, determinará la desinversión a ejecutar, para lo cual, se requiere de igual manera el diligenciamiento del formato PIT, previamente referido.
- Documento Generado: Plan de Inversiones de Tesorería.
- Periodicidad: Se realizará en la ultima semana del mes, o cuando procedan cambios no previstos en el periodo anterior.

#### **6.5.1.2 Análisis de información del Mercado**

- Responsable: Comité de Inversiones
- Actividades:
  - i. Se recolectará información sobre el comportamiento del mercado.
  - ii. Soportados en la anterior información, y en los principales indicadores macroeconómicos y las expectativas que sobre ellos se presenten, se determinarán los tipos de activos, plazos, tasas y monedas en los cuales deberán ser realizada las inversiones proyectadas para el periodo.
- Documento Generado: Informe sobre las oportunidades del mercado que se adecuan a las necesidades de la organización.
- Periodicidad: Se realizará en la primera semana del mes, o cuando procedan cambios relevantes en la información del mercado.

#### **6.5.1.3 Análisis del portafolio actual**

- Responsable: Comité de Inversiones
- Actividades:
  - i. Se analiza el valor de mercado del portafolio con cierre al mes inmediatamente anterior.
  - ii. Se adelantará revisión de los riesgos asociados al portafolio y evaluación de las posibilidades de Cambio
- Documento Generado: Informe sobre necesidades de rotación (movimientos) en el portafolio.
- Periodicidad: Se realizará en la última semana del mes o cuando la información provista del mercado así lo amerite.

---

<sup>70</sup> Formato que será construido por el Comité Financiero, de acuerdo con lo determinado en este manual y con los esquemas y procesos propios de la Entidad.

Estas actividades se desarrollarán de manera simultánea durante las sesiones que el comité de inversiones realizará en la última semana de cada mes.

## **6.5.2 Proceso de Negociación de Valores**

### **6.5.2.1 Solicitud de Ofertas**

- Responsable: Comité de Inversiones
- Actividades:
  - i. Se exigirá, que tanto en la colocación de los excedentes de tesorería, como en la venta de activos financieros, exista el mayor número posible de ofertantes o demandantes. Por lo anterior, cuando se dé el caso, se deberá seleccionar demandantes u oferentes idóneos que cumplan con las condiciones descritas en el presente manual.
  - ii. Toda cotización para ser considerada deberá constar por escrito, aceptando el envío por fax de los formatos que para tal fin se han construido<sup>71</sup>, donde se determine el tiempo de validez de la oferta.
  - iii. El comité de inversiones elabora un cuadro comparativo de ofertas y selecciona la mas adecuada con las necesidades institucionales.
  - iv. La confirmación inicial de la compra/venta de los activos financieros, se hará de manera telefónica, por uno de los integrantes del comité Financiero, más para el cierre de la negociación se exigirá que las condiciones consten por escrito, en el acto de inversiones, las cuales serán acordes con lo referenciado en la papeleta de Bolsa.
- Documento Generado: Acta de Inversiones.
- Periodicidad: Cada vez que se realicen operaciones efectivas, que alteren la estructura del portafolio de inversiones.

### **6.5.2.2 Proceso de Valoración de Portafolios de Inversión**

- Responsable: Comité de Inversiones
- Actividades:
  - i. Soportados en una aplicación financiera sistematizada, alimentada de una parte con información de mercado y con las condiciones de los diferentes activos financieros tanto faciales como de negociación, se realizará valoración a precios de mercado, con sujeción a la metodología seguida en Colombia por las

---

<sup>71</sup> Idem.

entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria y de Valores o quien haga sus veces.

- ii. Se solicitará a las Sociedades Comisionistas de Bolsa, la información de rentabilidades históricas, requerida para la construcción de la curva de rendimientos, para cada uno de los activos transados en el mercado.
  - iii. Ser realizarán pruebas selectivas de escritorio a la valoración del período a de validar los datos suministrados por el sistema de información gerencial, que para este proceso se ha adquirido por parte de la entidad.
- Documento Generado: Informe de valoración de portafolio a precios de mercado.
  - Periodicidad: Al cierre de cada mes, como soporte de la contabilidad.

### **6.5.3 Seguimiento y Control.**

- Responsable: Oficina de Control Interno
- Actividades:
  - i. Verificación del seguimiento de Principios, Políticas, Estrategias y Procedimientos descritos por este Manual, en lo referente al desarrollo de las actividades de negociación de los excedentes de Tesorería.
  - ii. Validación de la disponibilidad, veracidad, actualidad y cumplimiento de los requisitos estipulados para la información descrita en este Manual, como soporte al Proceso de Inversiones. Esta actividad se adelantará de manera directa con la Entidad encargada de expedir el documento:
  - iii. Con las Sociedades Calificadores de Valores: Revisión de las calificaciones sobre calidad crediticia de Emisores, Sociedades Comisionistas de Bolsa, Fondos de Inversión y Fondos Comunes Ordinarios.
  - iv. Con los Depósitos Centrales de Valores: validación del registro dentro de la sub-cuenta, que a nombre de CAPRUIS han abierto las diferentes Sociedades Comisionistas de Bolsa comprometidas, de los activos financieros adquiridos y cedidos en el período.
  - v. Con la Secretaría del Comité de Inversiones: Actas y soportes a cada una de las Operaciones adelantadas.
  - vi. Validación del cumplimiento de Principios, Políticas y Estrategias, descritos por este Manual, en lo referente a la Estructuración Final del Portafolio.
  - vii. Revisión del Flujo de Caja proyectado en el corto plazo de CAPRUIS, en lo correspondiente a los niveles mínimos de liquidez requeridos para:
  - viii. Cubrimiento de costos y gastos operacionales.

- ix. Obtención de descuentos por pronto pago
  - x. Cumplimiento de otras obligaciones contraídas con el sector financiero y gubernamental.
  - xi. Lo anterior, a fin de evitar ventas anticipadas, que obliguen a la entidad a incurrir en altos costos de transacción.
- Documentos Generados:
    - Informe de Seguimiento al Proceso de Inversiones
    - Informe de Seguimiento al Flujo de Efectivo y su ejecución del período.
    - Informe de Evaluación a la Estructuración del Portafolio de Inversiones de CAPRUIS.
  - Periodicidad:
    - El informe de Seguimiento al proceso de Inversiones se elaborará cada vez que se realicen operaciones efectivas, que alteren la composición del portafolio de inversiones.
    - El Informe de Evaluación del Flujo de Efectivo y el de Estructuración del Portafolio de Inversiones de CAPRUIS, se realizará y presentará a la Gerencia, la primera semana del mes, cuyo contenido versará sobre el período inmediatamente anterior.

## **6.6 ESTRUCTURA ORGANICA DEL ÁREA DE INVERSIONES DE CAPRUIS**

### **6.6.1 Junta Directiva**

- Integrantes:
  - El Rector de la Universidad Industrial de Santander “UIS” o su delegado
  - Dos representantes de la UIS designados por el Rector.
  - Dos representantes de los docentes de la UIS.
  - Dos representantes de los empleados administrativos de la UIS.
- Funciones:
  - En cumplimiento del artículo 13 de los Estatutos de la Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander, “... a la Junta le corresponde autorizar y aprobar las directrices para el manejo de inversiones u operaciones comerciales”.
  - Por lo anterior, la Junta Directiva será el Órgano Decisorio encargado de aprobar y modificar los principios y políticas de inversión, descritas en el presente Manual.
- Periodicidad de las Reuniones:

- Según lo estipulado en los Estatutos de la Entidad.

#### **6.6.2 Comisión Asesora en el Área Financiera**

➤ Integrantes:

- Un representante de Junta Directiva
- Un representante del Sector Docente
- Un representante del Sector Administrativo
- Gerente-Coordinador Medico de CAPRUIS

➤ Funciones:

- Diseñar, evaluar y proponer modificaciones a los Principios y Políticas de Inversión de la Entidad.
- Diseñar y evaluar la programación de los títulos a adquirir de acuerdo con: El flujo de caja proyectado, la presencia de vencimientos y/o concentración de los mismos en los portafolios y las condiciones de mercado que puedan afectar los resultados de la Entidad.
- Actualizar el presente Manual, frente a los cambios en la regulación aplicable.
- Definir, aprobar y modificar, las estrategias de inversión de CAPRUIS, en lo atinente a:
  - Cambios en la conformación del portafolio, en lo que respecta a tipo de activos, de acuerdo con la normatividad vigente y de manera coherente con los principios y políticas definidos por este Manual.
  - Cupos máximos de participación para los diferentes emisores de activos financieros.
  - Niveles máximos de negociación por Sociedad Comisionista de Bolsa y determinación de formalidades adicionales que se consideren necesarias.
  - Evaluar periódicamente la conformación de los portafolios de inversión administrados, en el Fondo Común y en el Fondo de Reserva.
  - Analizar el impacto del riesgo de mercado asumido en la conformación de los Portafolios.

➤ Periodicidad de las Reuniones:

- De manera regular se adelantarán reuniones bimensuales, y de forma extraordinaria ante cambios inesperados en las condiciones del mercado, o ante hechos internos que obliguen a cambios profundos en alguno de los portafolios.

### **6.6.3 Comité de Inversión**

- **Integrantes:**
  - Coordinador Administrativo y Financiero
  - Gerente-Coordinador Médico de CAPRUIS
  - Asesor externo en el área financiera
  - Secretario del Comité (Funcionario de CAPRUIS, designado por la Gerencia)
- **Funciones:**
  - Difundir al interior de la entidad, las normas contenidas en el presente documento, así como de la reglamentación aplicable al proceso de inversión.
  - Evaluar la información que soporte desde el punto de vista estratégico la toma de decisiones de inversión y la conformación final de los portafolios administrados.
  - Ejecutar la estrategia de inversión
  - Desarrollar todas las actividades operativas relacionadas con la inversión y desinversión de los activos financieros.
  - Presentar informes de conformación y manejo de los portafolios de inversión, ante la Junta Directiva y la Comisión Financiera.
- **Periodicidad de las Reuniones:**

De manera regular, se adelantará como mínimo una reunión mensual, a menos que se produzcan cambios en las condiciones de mercado, o en la liquidez proyectada, que así lo ameriten.

## **6.7 CASOS NO PREVISTOS**

Para eventos no considerados en el presente manual, se tomará lo dispuesto por La Junta Directiva, La Comisión Financiera, o la Gerencia de CAPRUIS, con sujeción al marco legal vigente para cada tipo de operación.

## CONCLUSIONES

La calidad de un activo financiero queda determinada por la mezcla de cuatro aspectos básicos: La comparación de rentabilidades frente a alternativas existentes, las características propias de la entidad que lo adquiere, el atractivo que le generan las condiciones del entorno macroeconómico y, finalmente, el objetivo o posición de la entidad frente al riesgo que esta dispuesto asumir.

En términos generales, el proceso de administración del riesgo en la inversión comprende la identificación del riesgo, su conocimiento, el análisis de alternativas para controlarlo y finalmente la decisión de asumirlo o evitarlo.

Es notoria la preocupación de los entes gubernamentales por establecer claras reglas de juego, con las cuales buscan promover y proteger la inversión de los participantes en el mercado de capitales.

Todo inversionista tiene la necesidad de conocer y anticipar el comportamiento del mercado para el éxito de su actividad, por lo cual las previsiones que sobre el comportamiento de las principales variables de la economía se elaboren, se constituyen en elementos determinantes a la hora de invertir. Más aún, cuando los recursos de una entidad se encuentran representados principalmente en inversiones de tesorería, cuyo valor tiene una estrecha relación con los factores macroeconómicos fundamentales.

Con relación al ambiente económico domestico, se encuentra que a pesar que la economía ha venido presentando un comportamiento favorable durante los dos últimos años, con un crecimiento consolidado del PIB, un aumento en el consumo de los hogares, una mejora en el ingreso disponible y una política monetaria amplia; esta tendencia queda fuertemente condicionada al pronunciamiento de la Corte constitucional sobre la reelección, al aumento en las tasas de interés de Estados Unidos, a la evolución de las finanzas públicas y al sostenimiento del nivel de crecimiento en las importaciones.

En el contexto Latinoamericano, se puede observar que la percepción de riesgo de que se tiene en el mundo desarrollado, y por ello en los mercados financieros internacionales profundos y líquidos, está directamente relacionada con la percepción que tienen de algunas economías latinoamericanas, que se reconocen “fuertes”, con mayor peso y por tanto con mayor impacto en su transformación. Es por esto que, los movimientos que presenta la

economía del Brasil resultan relevantes al momento de analizar el comportamiento de algunas variables macroeconómicas colombianas, hay ejercicios que muestran como un aumento en las tasas de los bonos emitidos por el gobierno de Brasil implica un aumento en la tasa de los bonos emitidos por el gobierno colombiano, por lo cual se puede concluir que Colombia puede adquirir recursos a menor costo en la medida que Brasil presente un desempeño económico favorable o a mayor costo si sucede lo contrario.

La apreciación del peso colombiano se explica, a través de una serie de factores que indujeron aumentos en la demanda por activos financieros fuera de los Estados Unidos tales como: Dudas generalizadas sobre el estado de la economía americana, un impulso en los flujos de capital hacia las economías emergentes debido a la mejora en la confianza de los inversionistas en dichas economías, reducción de las primas de riesgo de las economías emergentes, buen ritmo de crecimiento que presentaron las economías latinoamericanas en el último año, amplia liquidez existente en los mercados internacionales, bajas tasas de interés externas, el gran dinamismo de la economía China, el aumento en la demanda externa de productos de exportación y las entradas de remesas del exterior. Así mismo, el aumento de la confianza por una percepción de mejora en los niveles de seguridad ha estimulado el retorno de capitales y ha frenado igualmente la salida de recursos, aumentando la oferta de divisas y presionando la cotización del dólar a la baja a pesar de la intervención del Banco de la República para controlar los flujos de capitales.

CAPRUIS en su condición de entidad pública descentralizada dependiente de la Universidad Industrial de Santander, está condicionada por la normatividad que le es aplicable, asumiendo una posición de inversionista, con una limitada capacidad de elección circunscrita a la inversión en activos financieros de renta fija, calificados como seguros y poco volátiles.

Las inversiones de CAPRUIS se encuentran divididas en dos fondos, el fondo común, que sirve de proveedor de recursos para la operación, cuando los ingresos del período no logran cubrir los egresos oportunamente y al cual van dirigidos los excedentes que se presentan en algunos meses de la operación y, el fondo de reserva, que está constituido como un fondo para acumulación de capital con miras a solventar requerimientos de largo plazo.

Al observar el comportamiento histórico de los fondos mencionados, se puede identificar una tendencia creciente sostenida en el fondo de reserva, puesto que además de incorporar un portafolio continuo de los rendimientos que generan las inversiones; también, de forma, permanente están ingresando recursos provenientes de los directos aportantes establecidos

por la normatividad de la entidad, dejando traslucir en él, una mayor exposición ante los riesgos del mercado por el mayor volumen de recursos administrados y por el horizonte al que han de ser invertidos. Estos hechos se magnifican, si recordamos que los mencionados recursos son el soporte cierto de la operación a futuro, que garantizan el cumplimiento del objeto social de la Caja.

En cumplimiento del objetivo planteado en este estudio, se determinaron de acuerdo a la ley y a las mejores prácticas reconocidas en el mercado, los principios, las políticas, los componentes del macro-proceso y los procesos mismos que han de seguirse en los diferentes actos y contratos que en relación con los excedentes de tesorería, impliquen: Depósito, disposición, adquisición, manejo, custodia, administración de dinero, títulos y, en general, de valores que maneje la entidad.

Se determinó cómo el macro-proceso de inversión en CAPRUIS, comprendería la Planeación de Inversiones, Negociación de Valores, Valoración de Portafolios, y el Seguimiento y Control; y a través del manual, objeto central de este estudio, se definieron los principios, las políticas, las estrategias y la forma de apropiarlas en la entidad a través de los procesos formales definidos en este estudio.

Es clara la identificación de las fases en los procesos determinados, fases que se pueden visualizar con los procesos, es así como por ejemplo, la gestión exitosa en tesorería, se origina en el proceso de planeación, del cual a partir de la proyección del flujo de efectivo de la entidad, han de surgir lineamientos claros que sirvan de guía para la toma de decisiones.

Posteriormente, durante el proceso de negociación se propone considerar diferentes alternativas del mercado, en las cuales, por todas las razones enunciadas en su momento, se han de preferir alternativas seguras antes que rentables, pues se dará prioridad a la seguridad de las operaciones y solo ante igualdad de condiciones de seguridad, se buscará maximizar la rentabilidad para horizontes de tiempo previamente definidos.

Es deber de toda organización valorar de manera periódica sus activos y más aun cuando se presentan concentraciones tan evidentes, como la que reflejan los activos de inversión en CAPRUIS. Es por esto que cada mes, se debe realizar la valoración de los fondos común y de reserva, bajo la metodología exigida de "Valoración a Precios de Mercado" que permita de manera fidedigna, reconocer el impacto que ejerce la variación en las condiciones de mercado (variación de las tasas de interés y tipos de cambio) sobre el valor de los diferentes instrumentos y preparar a la entidad para cambios profundos que pudiesen sobrevenir.

Es deber de todo administrador de recursos de terceros, optimizar controles con el ánimo de salvaguardar los intereses de quienes a bien confiaron su aportes; es por esto que la Dirección de CAPRUIS, conciente de la responsabilidad social de su cargo, debe iniciar un proceso de transformación del área financiera, que garantice a los afiliados, los recursos económicos requeridos para la normal y eficiente prestación de servicios de salud en que se haya comprometida la entidad.

## BIBLIOGRAFIA

- BANCO DE LA REPUBLICA. "Informe al Congreso de la Republica". Banco de la República. Bogota: Julio de 2005
- BANCO DE LA REPÚBLICA. Política monetaria y tasa de cambio en Colombia. Simposio Mercado de Capitales. Mayo 2005.
- BODIE, ZVIE. KANE, ALEX. MARCUS, ALAN: Principios de Inversiones. Quinta Edición. Adaptado por Prosper Lamothe Fernández. McGraw Hill, 2004.
- CÁRDENAS, Patricia. Directora de Asobancaria. En: Apertura del Simposio de Mercado de Capitales (Mayo de 2005).
- CORFIVALLE. Informe Mensual de Deuda Pública. Febrero 2005.
- CORREDORES ASOCIADOS. Manual para el Cálculo de Rentabilidades. Departamento Técnico Corredores Asociados. 9na Edición. Bucaramanga: Junio de 2005.
- DOUGLAS, LIVINGSTON: Bond Risk Analysis, a guide to duration and convexity. New York Institute of Finance Corp, 1990.
- FABOZZI, FRANK: Bond Markets, Analysis and Strategies. Second Edition. Prentice Hall, 1993.
- FABOZZI, FRANK: Investment Management. Prentice Hall, 1995.
- FERNANDEZ RIVAS, Javier. "Bonanza de Liquidez y Ahorro". en: REVISTA DINERO. Bogotá: Julio 22 DE 2005.
- INTERBOLSA. Análisis Económico. Mayo de 2005.
- MADURA, JEFF: Mercados e Instituciones Financieros. Quinta Edición. Thomson Learning, 2001.

- Redacción DINERO. “Invierta como los Profesionales“. En: Revista DINERO. Publicaciones DINERO Ltda. Julio 22 de 2005.
- REVISTA DINERO, 5 DE Agosto 2005
- RUEDA, Arturo. Para Entender la Bolsa. Thompson Learning Editores. Mexico: 2002.
- URIBE, José Darío. Situación Macroeconómica y Política Monetaria. Banco de la República. Mayo 4, 2005