

CAPITALINTELIGENTE

Derivados financieros de energía

El paso siguiente en la evolución del sector eléctrico colombiano



BANCOLOMBIA S.A. - Establecimiento Bancario

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

VIGILADO

V / 06

SÓLO A UN COLOMBIANO SE LE OCURRE
HACER NOS VIVIR CIENTO AÑOS
EN UN PUEBLO QUE NO EXISTE



SÓLO A UN COLOMBIANO SE LE OCURRE
HACER DE SU TRABAJO ALGO MEMORABLE.



Contenido

Análisis

¿Cómo explicar una crisis importada? 4

Actualidad

El futuro del mercado accionario colombiano 8

Finanzas

Reforma financiera 2006 12

Columnista invitado

Isagen
Una empresa líder en la industria energética colombiana 16

Informe Especial

Acerca de los códigos de buen gobierno corporativo 21

Portada

Derivados financieros de energía
El paso siguiente en la evolución del sector eléctrico colombiano 24

Novedades

• **Garantías bancarias para el sector eléctrico**
• **Teclado virtual en la Sucursal Virtual**
Empresas Bancolombia 29

Reforma financiera 2006

En esta edición ofrecemos un análisis de los principales elementos contenidos en la Reforma Financiera de 2006. Sin duda alguna el sistema financiero tiene un impacto significativo en el crecimiento económico, por esto es importante generar las condiciones necesarias para que el sector sea sólido, eficiente y rentable. Desde hace varios años, la consolidación de las distintas entidades financieras de gran tamaño, consideradas solventes y eficientes ofrecen un portafolio completo de servicios que ha servido como un mecanismo eficaz para lograr este objetivo.

Las últimas reformas financieras han estructurado el camino para permitir que el sistema financiero colombiano vaya avanzando de un esquema de banca especializada a uno de banca universal, sin embargo, la tarea aún no está completa, el sistema financiero del país todavía adolece de elementos importantes para insertarse con éxito a los lineamientos internacionales.

Conociendo la importancia de producir cambios en el sector, el gobierno ha manifestado su intención de presentar un proyecto de reforma financiera en la actual legislatura. Los puntos básicos de esta reforma están relacionados con la ampliación de servicios financieros que pueden prestar los bancos, el manejo de la información en las centrales de riesgo, profundización del mercado de capitales y derechos de los acreedores.

Encontrar entidades con capacidad de ofrecer un portafolio de servicios completo y oportuno y contar con un sector financiero sólido y eficiente que apoye eficazmente el desarrollo de las actividades económicas, serán algunas de las múltiples ventajas que el sector empresarial colombiano encontrará con la reforma financiera que se propone actualmente.

GONZALO TORO BRIDGE
VICEPRESIDENTE DE BANCA EMPRESAS Y GOBIERNO
BANCOLOMBIA





¿Cómo explicar una crisis importada?

POR:

DANIEL IGNACIO NIÑO TARAZONA

JEFE DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS Y ESTRATEGIAS - BANCOLOMBIA

Hipótesis

La crisis de los mercados financieros, tanto externos como internos, obedece a una mayor incertidumbre respecto a los fundamentales mundiales donde juegan un papel crítico la inflación, el crecimiento y las tasas de interés internacionales. Esta incertidumbre proviene de una muy precaria claridad sobre la evolución que pueda tener la inflación mundial y el crecimiento económico en el mediano plazo, sea esto con tasas de interés más altas o más bajas que las actuales. Desde esa perspectiva, resulta improductivo hablar sobre cómo se ven los recientes hechos económicos y políticos de Colombia y discutirlos frente a la coyuntura colombiana de los últimos dos meses. Resulta más importante entender la crisis externa y pensar en cómo podría contagiarnos.

La crisis externa

Bajo el actual ciclo económico que se inició en el año 2003, el mundo ha gozado de un excelente crecimiento económico y una muy baja inflación. Sin embargo, cada vez más, dicho desempeño se ha visto como insostenible por cuanto hay menos recursos ociosos que permitan mantener el ritmo de expansión económica, sin que por ello se generen presiones al alza en los precios de los factores productivos. Por ejemplo, la fuerte demanda que se genera desde China en su actual proceso de industrialización ha contribuido a que hayan permanecido altos y al alza los precios de las materias primas que sirven para elaborar los productos finales en el mundo. Estos bienes primarios medidos por el indicador CRB de Reuters llegaron en abril de este año a su nivel más alto históricamente desde que en 1980 se iniciara su medición.

A la luz de este contexto, el riesgo de una mayor inflación subyacente o básica parecería prolongar y acelerar el ciclo de mayores tasas de interés de los países del G3 (Estados Unidos, Europa y Japón). Este riesgo contrasta con otra lógica: hay altas probabilidades de que la actividad económica esté muy próxima a desacelerarse en Estados Unidos y por ende en el mundo, principalmente por varias realidades que experimentan asimétricamente las economías desarrolladas, pero que podrían implicar menores tasas de interés mundiales a mediano plazo.

¿Cuáles son estas realidades? Primero, progresivamente mayores tasas de interés desde junio de 2004 empezaban apenas a enfriar la economía americana:

Segundo, las valorizaciones del mercado de finca raíz que apoyaron fuertemente la capacidad adquisitiva en Estados Unidos entre los años 2003 y 2005 se estarían desacelerando y podrían pronto estancarse. Y tercero, los mayores precios de la gasolina continuarían causando nuevas reducciones importantes en el ingreso disponible de los hogares en países desarrollados, algo que viene desgastando la capacidad de ahorro desde 2003 pero que podría en adelante estancar el consumo. La suma de estos factores hace temer por el desempeño de la economía en el futuro.

En el actual mundo globalizado, el arbitraje del trabajo ha mantenido estancado el crecimiento de los salarios, algo que no habíamos presenciado en la historia económica moderna durante un ciclo de expansión mundial, y se agrega a la frágil perspectiva de los consumidores.

El riesgo económico asociado al estancamiento del consumo es nada despreciable, esta variable pesa entre un 60 y un 70% en la actividad económica de los países del G3 y jalona la actividad exportadora de los demás países del mundo.

Desalienta un poco observar hacia finales de 2006 y pensar que factores exógenos como la temporada otoñal de los huracanes o la temporada de invierno al final del año o los riesgos geopolíticos como Irán, puedan incrementar el riesgo de un mayor shock del petróleo, bien sea a través de mayores precios o la prolongación de los actuales niveles altos. Con la psicología de los inversores afectada, esto podría impedirnos dejar rápido atrás las intranquilidades que hay en los frentes de la inflación y/o en el del crecimiento mundial.

Los países emergentes

En este contexto económico, las primas de riesgo de inflación y de crecimiento han llevado a que los activos “riesgosos” de países emergentes, más sensibles a la liquidez mundial o al crecimiento mundial, hayan presentado recientemente una corrección o hayan cambiado de tendencia. Definir cuál de las dos versiones de la tendencia corresponde a lo que hemos experimentado desde inicios de mayo, resulta crítico pero es la parte más incierta. Lo que es seguro es que la tranquilidad de un mundo creciendo y sin inflación se rompió y las bolsas, los bonos en moneda local y externa, así como las monedas de países emergentes, han estado en las últimas semanas bajo creciente presión.

Sin embargo hasta ahora los “spreads” riesgo país nos dicen que se trata tan sólo de una corrección. Hoy conservan todavía niveles históricamente bajos, incluso al cierre del año 2005 y con respecto a los de hace un año. Esto, en medio de un mundo más hostil y de aversión al riesgo suena increíble. Sin embargo, en el comportamiento de los spreads están implícitas no sólo la mejora de los fundamentales macroeconómicos y de la posición financiera de los países emergentes en los últimos cuatro años, sino una consolidación estructural de la percepción del riesgo que únicamente podría alterarse ante un rápido y contundente deterioro de los buenos términos de intercambio que se han visto desde 2003.

Tradicionalmente, los incrementos en las tasas de interés mundiales podrían interpretarse como menos recursos disponibles para invertir o financiar a los países emergentes. Sin embargo, en el mundo de hoy, dados los desequilibrios macroeconómicos globales, hay una realidad más compleja. Mayores tasas de interés cuando en países como Estados Unidos ya son altas, incrementan los riesgos asociados con el debilitamiento del consumo y, como tal, de las repercusiones en el crecimiento mundial.

La forma como evolucione la economía de Estados Unidos próximamente resulta crítico para los países emergentes y para China. Como afronte este país asiático esa coyuntura, que de materializarse tendría un fuerte impacto en sus exportaciones y su actividad productiva, resulta crítico para los países emergentes. Si la inversión bruta y las exportaciones que representan el 80% del Producto Interno Bruto de China se llegaran a afectar por no tener a quien vender sus productos, el impacto en la demanda mundial de materias primas sería muy serio. En dicho caso, los ingresos de los países emergentes vía caídas en los precios de sus exportaciones sería un problema fundamental.

Irónicamente esta circunstancia de China y de Asia, más la caída en los precios de las materias primas podría, junto a un estancamiento del consumo en los países desarrollados, llevarnos a una deflación o desinflación mundial, como ocurrió en las etapas posteriores a la crisis asiática de 1997-98 y que amenazó hasta 2003 a Estados Unidos. En ese contexto, el ciclo de bajadas de tasas de interés llegaría más pronto que tarde, pero sería como prólogo de un escenario muy adverso a los países emergentes, inmersos en un mundo de bajas tasas de interés y pobre desempeño económico.

El contagio en Colombia

El primer y más rápido contagio hasta hoy ha sido financiero, por el comportamiento del dólar, los TES y la bolsa desde abril. A pesar de esto, a los propios inversionistas locales e internacionales nos llamó la atención que pareciera que Colombia liderara la crisis por el momento del inicio de las correcciones y por el mayor castigo relativo en la valoración de los activos locales.

Rafael de la Fuente de BNP Paribas mencionó a comienzos del año en los simposios de Suvalor, que teniendo Colombia una coyuntura externa muy favorable, el país se apreciaba muy vulnerable en sus cuentas externas, pues en el ejercicio de sustraer el incrementó de las exportaciones colombianas vía los mayores precios de las materias primas, nos mostró un importante déficit de cuenta corriente. Las calificadoras internacionales del país en los últimos años no han dejando de reseñar lo mismo y celebraron el cierre de la negociación del TLC comentando que podría ayudar a superar en buena parte esa debilidad de las cuentas externas del país.

Desde agosto del año pasado las presentaciones del área de Investigaciones Económicas de Bancolombia, disponibles y actualizadas periódicamente en la página web de la Organización, señalan el análisis del entorno macroeconómico que permiten explicar el mayor castigo en los activos financieros del país, producto de los efectos que para la economía traerían los menores precios de las materias primas.

1. Los altos precios de las materias primas explican en los últimos años el desempeño de las exportaciones colombianas. En las exportaciones tradicionales y las destinadas a

Estados Unidos, el principal componente son los bienes primarios con excelente desempeño vía precios. En las exportaciones no tradicionales y destinadas a Venezuela, Ecuador y Perú, son los bienes industriales livianos y básicos los que generan mayores ingresos al país. Sin embargo, en los países andinos la demanda de bienes colombianos industriales es precedida por los ingresos que generan sus exportaciones de materias primas como petróleo o cobre. En conclusión, directa e indirectamente, el desempeño obedece primordialmente a la coyuntura internacional de los altos precios de las materias primas.

2. La inversión extranjera directa en Colombia ha sido mayoritariamente para los sectores de Minas y canteras y Petróleo, casi un 66% del total que se registra en los últimos años (excluyendo las operaciones puntales de Bavaria y Coltabaco). Es decir, los precios internacionales de las materias primas han hecho de las riquezas naturales de Colombia unos sectores estratégicos para invertir. Aún así, la continuidad de dicha inversión depende del panorama mundial del crecimiento y de la demanda de bienes como el carbón, el oro y el petróleo.
3. Desde 2002 Colombia ha logrado postergar el año a partir del cual pierde su autosuficiencia petrolera. La explicación más importante proviene de los altos precios internacionales del petróleo que permiten que se extraiga petróleo de baja calidad a un precio superior. Mientras suena difícil asimilar a corto plazo una retracción muy fuerte de los precios internacionales del petróleo, no se debe olvidar que hoy están altos por factores de demanda principalmente. En un escenario adverso al crecimiento, lo lógico sería esperar caídas en la

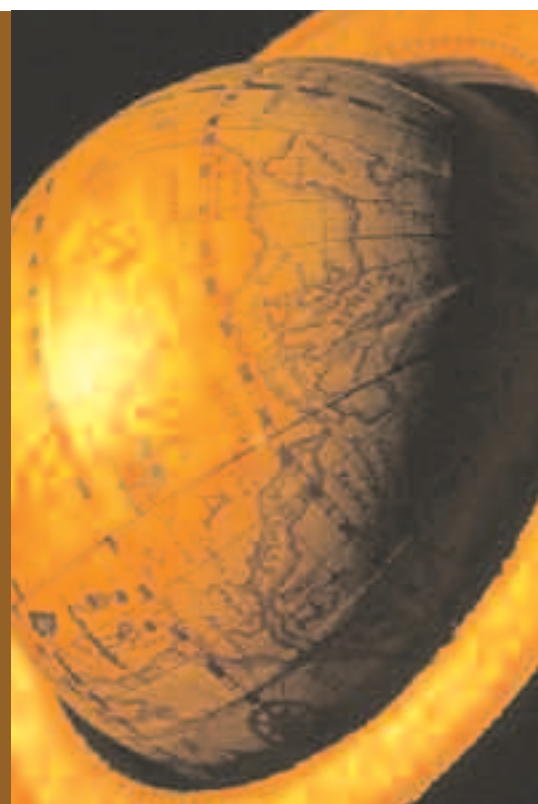
demanda del petróleo y de sus precios, lo cual cambiaría el panorama de corto plazo en autosuficiencia y reforzaría la debilidad cambiaria del país.

4. La debilidad de la cuenta corriente de Colombia junto a la falta de diversificación del sector externo hacen que independiente de mayores o menores tasas de interés internacionales, un menor crecimiento mundial active los riesgos de una caída en la demanda de las materias primas. En ese escenario no deben menospreciarse los efectos de la tasa de cambio, donde un comportamiento prolongado con importantes depreciaciones generaría problemas en la inflación local. Ello podría complicar el desempeño de la renta fija y la renta variable local. Todo lo anterior incidiría negativamente el desempeño económico del país en el mediano plazo.

Conclusión

Lo primero que ocurrió recientemente fue una ruptura en la psicología de los inversionistas donde se acabó la posibilidad de seguir en una fase mundial de crecimiento económico sin inflación, producto de esa realidad son el resurgimiento de la aversión al riesgo y las mayores volatilidades. Actualmente lo difícil de las proyecciones resulta de calcular si el mundo puede soportar mayores tasas de interés y hasta cuando, justo en el momento en que los desequilibrios macroeconómicos mundiales parecerían acusar el agotamiento del consumidor americano. En el futuro próximo lo complicado será convivir con una espada de Damocles pendiente sobre los mercados emergentes pues incluso si nos dirigimos a una moderación del crecimiento y una desaceleración de la inflación, el mundo mantiene una debilidad sistémica al depender de la economía americana, algo que no se resolverá de un día a otro. Finalmente, hay que contemplar que existen factores exógenos que pueden agravar las cosas y donde el petróleo es la clave.

Mientras varios indicadores del mercado nos señalan que hasta la fecha hemos tenido una corrección de la tendencia, y una crisis del crecimiento mundial se mantiene aún improbable, es importante entender las razones que hacen tan vulnerable a Colombia. En ellas se resalta la gran dependencia de la economía colombiana en el siglo XXI a los bienes primarios. El TLC con Estados Unidos y con nuevos socios comerciales es sin duda la mejor y más cercana oportunidad para diversificar el sector externo.



El futuro del mercado accionario colombiano

POR:

CAMILA PÉREZ MARULANDA

GERENTE DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS - SUVALOR

Luego de que la bolsa de valores de Colombia registrara un comportamiento excelente en los últimos dos años, con rendimientos anuales superiores al 85% y con un importante incremento en los volúmenes transados en el mercado, y después de que el 27 de enero de 2006 el IGBC alcanzara su máximo histórico (11.400 puntos), en mayo pasado presentó una de las mayores caídas a nivel mundial (18,37%).

A principios de 2006, basados en un análisis de las condiciones económicas y de los resultados de las empresas inscritas en bolsa, en Bancolombia y Suvalor proyectamos una valorización del IGBC entre un 20% y un 26% para este año. De hecho, al 30 de abril el índice ya registraba un incremento de 16,43%. No obstante, a partir del mes de mayo se registró un cambio marcado en la tendencia de los últimos años, acompañado de un fuerte incremento en la volatilidad del mercado.

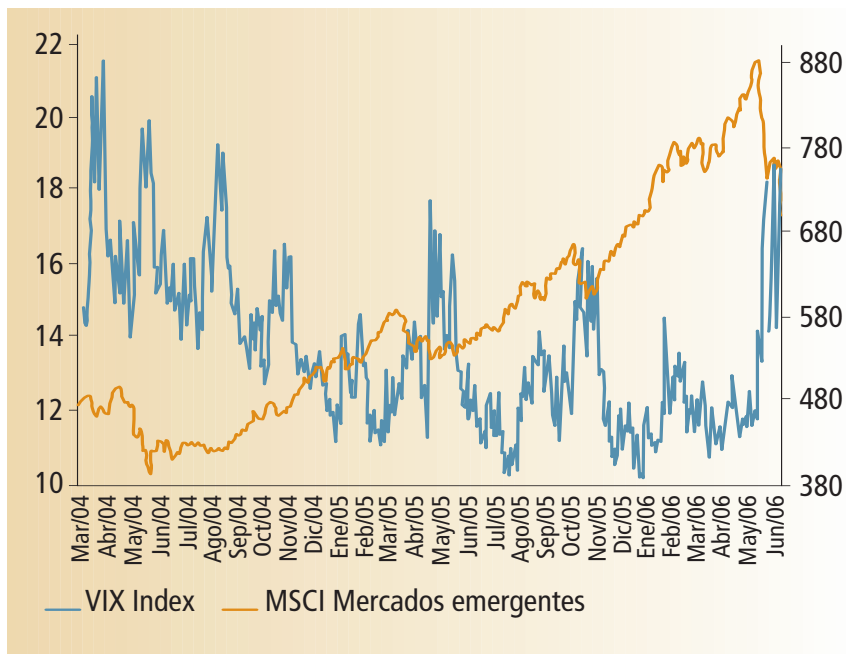
A nivel local, el año 2006 ha sido sorprendentemente positivo. Según los datos preliminares, el PIB habría crecido por encima de 5% durante el primer trimestre del año, la inflación a mayo se ubica muy cerca del límite inferior de la meta establecida por el Banco de la República y varias agencias calificadoras de riesgo han mejorado su perspectiva respecto a la deuda colombiana. Así mismo, respecto a otros países de la región, la reelección del Presidente Uribe implica que el ambiente político es ahora más cierto. En este contexto, no parece lógico que la bolsa colombiana registre en las últimas semanas una de las peores caídas de su historia y una de las mayores a nivel mundial. ¿Cuáles han sido los detonantes de la crisis?

Los factores externos

Como lo hemos mencionado en artículos recientes, la caída reciente del mercado accionario colombiano obedece fundamentalmente a la incertidumbre que se vive en el entorno internacional. Las preocupaciones respecto al aumento de la inflación en Estados Unidos junto con datos que indican una desaceleración económica en dicho país, han traído consigo un marcado incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, quienes han recompuestos sus portafolios a favor de activos más seguros, afectando negativamente a los mercados de renta fija y de renta variable de los países emergentes.

El mayor apetito por riesgo que se observó en el mercado desde el año 2003, implicó un incremento importante en los flujos de inversión hacia países emergentes. Dichos recursos se dirigieron a los mercados de deuda y de acciones de América Latina, Asia emergente y Europa del Este. El índice de aversión al riesgo VIX, calculado por la bolsa de opciones de Chicago se redujo de 30 a 11 entre mayo de 2003 y mayo de 2006, mientras que el MSCI de mercados emergentes, que refleja el comportamiento de las acciones de varios países, se valorizó 192% en el mismo período. No obstante, en el último mes de mayo el VIX registró un aumento de 31,1% mientras el MSCI de mercados emergentes se desvalorizó un 11,13%.

Según la firma Emerging Portfolio Fund Research, los fondos de acciones de mercados emergentes sufrieron en la tercera semana de mayo de 2006 la mayor salida de capitales desde mayo de 2004. Los fondos de acciones en mercados



• • • ►

emergentes registraron ventas netas por 7.000 millones de dólares, reduciendo el flujo de 33.000 millones de dólares a 26.000 millones de dólares en las dos últimas semanas de mayo.

Junto con la caída reciente de los mercados en las últimas semanas, también se ha observado un retorno de la volatilidad, que había permanecido en niveles bajos desde julio de 2004. Por ejemplo, la volatilidad anual (30 días) del índice MSCI para países emergentes se ubica hoy en 27,6%, un nivel que no se registraba desde mayo de 2004, cuando se observó una corrección en los mercados similar a la actual, tras el anuncio del inicio de la campaña alcista en tasas de interés por parte del FED.

El componente local

Si bien lo observado recientemente en el mercado colombiano ha reflejado lo ocurrido en otras bolsas del mundo, la corrección se ha profundizado por algunos factores de carácter local. De hecho, mientras las bolsas de Brasil y México cayeron un 9,5%, la de Colombia tuvo una corrección negativa de 18,34%, la mayor caída mensual desde la creación del IGBC en junio de 2001 y la segunda más pronunciada desde enero de 1990.

Así mismo, en mayo registró uno de los períodos de mayor volatilidad de su historia. De un total de 21 ruedas, 10 tuvieron variaciones (positivas o negativas) superiores a 3%, situación que no se presentaba desde diciembre de 1991.

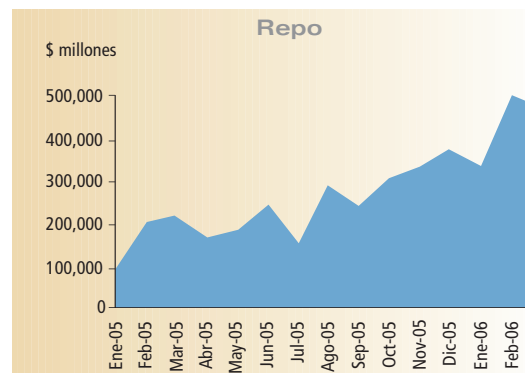
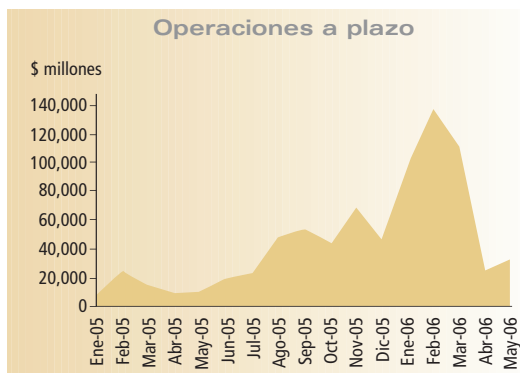
A diferencia de lo sucedido en otros mercados, la caída en los precios de las acciones en Colombia no ha sido producto de una salida masiva de inversionistas internacionales sino de una venta de posiciones importante por parte de agentes locales, principalmente personas naturales. La valorización de las acciones durante el año 2005 atrajo a muchos inversionistas nuevos, personas naturales en su mayoría, quienes ingresaron al mercado a principios de este año, cuando muchos de los precios estaban en sus niveles máximos. Tras la caída en los precios registrada en mayo, con un criterio corto placista y motivados por el miedo, muchos de estos jugadores salieron a liquidar masivamente sus posiciones, profundizando la corrección negativa del índice.

De hecho, con las cifras disponibles hasta el momento, se observa que desde abril de este año las personas naturales en Colombia venían reduciendo su exposición en renta variable, en un monto superior a los \$100 mil millones mensuales. Por su parte, los fondos de pensiones incrementaron su posición neta en acciones en el mismo mes en \$142 mm mientras que los fondos extranjeros lo hicieron en cerca de \$5 mm.

Así mismo, otro de los factores que pudo provocar caídas adicionales en el índice es el hecho de que el nivel de apalancamiento en el mercado accionario venía aumentando significativamente desde 2005. Si bien como total del volumen transado diario las operaciones repo y a plazo no superan un 15%, sí podrían explicar parte de la sobre reacción del mercado en el último mes. Cuando el mercado va para arriba, dicho negocio es muy lucrativo, pero cuando hay caídas como las del mes de mayo, los inversionistas apalancados tienen dos alternativas: ajustar garantías bajo requerimiento de la bolsa, o en su defecto, si deciden no hacerlo, vender sus posiciones, reforzando la tendencia negativa, lo que parecería haber ocurrido con mayor frecuencia.

Gráfico 1

Evolución Mensual de las Operaciones Apalancadas



¿Qué se podría esperar?

El análisis anterior implica que la coyuntura reciente del mercado obedece más a factores técnicos que a factores fundamentales y que con base en un análisis de mediano plazo, las perspectivas para la inversión en renta variable siguen siendo positivas. De hecho, lo que debería ocurrir es que muchos inversionistas, locales y extranjeros, aprovechen las correcciones recientes en los precios de compañías, cuyos resultados y perspectivas de crecimiento siguen siendo positivos, para comprar acciones. En consecuencia, si bien en el corto plazo es probable que el mercado continúe presentando una volatilidad alta y que no se descartan caídas adicionales en el índice, esperamos que al cierre de 2006 los precios de las acciones corrijan al alza, reflejando el buen momento de la economía colombiana.

Hay que resaltar el hecho de que el mercado accionario colombiano es todavía el cuarto más líquido de América Latina, después de Brasil, México y Chile, con volúmenes de transacción diarios de \$120 mm en promedio, muy por encima de los registrados dos años atrás (\$15 mm). Sin embargo, también vale la pena mencionar que la desvalorización de los portafolios de algunos inversionistas y el menor apetito por riesgo pueden tener un efecto permanente, que implique una salida definitiva de algunas personas naturales de este mercado.

Cuadro 1

Año	Variación IGBC	Vol. Prom. (millones)
2001	36.97%	3,266
2002	50.20%	2,883
2003	45.10%	4,740
2004	86.20%	15,446
2005	118.91%	67,868
2006*	-20.76%	126,077

Fuente: BVC

Nota (*): información a julio 25 de 2006.

Finalmente, hay que destacar las lecciones que nos deja la coyuntura reciente. En primer lugar, la importancia de la diversificación de los portafolios, entre instrumentos, monedas y plazos como herramienta para proteger el capital. En segundo lugar, recordar que la renta variable sigue siendo para inversionistas de mediano plazo, con un perfil de riesgo moderado o agresivo. Por último, resaltar que en coyunturas de crisis y alta volatilidad de los mercados tomar decisiones con criterios de corto plazo puede tener un efecto muy negativo sobre los portafolios y generar distorsiones en los precios que en nada benefician a los inversionistas. De ahí la importancia de asesorarse bien. ■



Hay que resaltar el hecho de que el mercado accionario colombiano es todavía el cuarto más líquido de América Latina, después de Brasil, México y Chile, con volúmenes de transacción diarios de \$120 mm en promedio, muy por encima de los registrados dos años atrás (\$15 mm).



Reforma Financiera 2006

POR:

PATRICIA ELENA VANEGAS MARÍN

ANALISTA GERENCIA DE ANÁLISIS FINANCIERO
BANCOLOMBIA

La literatura económica ha documentado, de manera extensa, la correlación positiva existente entre el crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Algunas de las razones que sustentan lo anterior son las siguientes: el sistema financiero facilita el intercambio de bienes y servicios reduciendo los costos de transacción de la economía, canaliza los recursos de ahorro de los agentes hacia las alternativas de inversión más rentables y resulta un mecanismo eficaz para diversificar el riesgo en el flujo de recursos, ya que puede invertir en sectores diversos y en proyectos de plazos diferentes.

El impacto del sector financiero en el crecimiento económico será mayor, en la medida en que sea más desarrollado, más eficiente en la colocación de recursos y con mayor fortaleza patrimonial. Consolidar entidades de gran tamaño, con variedad de productos y servicios, capaces de operar con curvas de costo medio descendentes, se ha mostrado en años recientes como un mecanismo eficaz para configurar un sistema financiero con esas características, apoyado por una legislación que fortalezca los derechos de los acreedores y vele acertadamente por el cumplimiento de los contratos.

El gobierno colombiano, consciente de la necesidad de estructurar un sistema financiero sólido y que se inserte de manera adecuada en las tendencias

internacionales, ha manifestado su propósito de presentar un proyecto de reforma financiera en la legislatura 2006-2007. Se espera que esta reforma sea de carácter estructural y sienta las bases para una regulación apropiada a las necesidades del sector.

Evolución del sistema financiero colombiano

Hasta 1990 el sistema financiero colombiano estaba conformado por instituciones especializadas que operaban en mercados altamente regulados. Esta situación cambia a partir de las reformas financieras de la década de los noventa, las cuales significaron, en gran medida, la desregulación del sector. Se permitió a los bancos comerciales tener filiales para competir en diferentes mercados, al mismo tiempo que otras entidades se incorporaron al sistema financiero, del cual habían sido

excluidas anteriormente. Estas reformas han aumentado la competencia entre los diversos tipos de instituciones y han promovido la consolidación de la industria financiera.

En particular, la Ley 45 de 1990 dio paso a un esquema de matriz-filiales, a partir del cual se desarrolló el concepto de conglomerado financiero y se cambiaron las normas relacionadas con los servicios que prestaba el sistema financiero, ampliándolos a través de la figura de filiales y conser-

El impacto del sector financiero en el crecimiento económico será mayor, en la medida en que sea más desarrollado, más eficiente en la colocación de recursos y con mayor fortaleza patrimonial.

vando cierta separación entre las actividades propias de la intermediación y la prestación directa de los demás servicios. Este esquema, además, permitió la inversión extranjera en todo tipo de entidades.

La Ley 35 de 1993 autorizó la conversión de las compañías de Leasing en compañías de financiamiento comercial (CFC), con posibilidad de hacer tanto operaciones de crédito como operaciones de leasing. Además, permitió a las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) otorgar créditos de consumo sin hipoteca, manteniendo su especialización en el financiamiento de vivienda; y tanto a las CAV como a las CFC se les dio la posibilidad de ser intermediarios del mercado cambiario. Tales medidas contribuyeron a reforzar el esquema de cambio gradual de la banca especializada hacia la multibanca.

Posteriormente, se han creado leyes adicionales con el fin de profundizar la desregulación del sistema. La Ley 510 de 1999 (Reforma Financiera), la Ley 546 de 1999 (Ley de Vivienda) y la Ley 795 de 2003 (Leasing Habitacional), ampliaron las actividades permitidas a las instituciones financieras y dispusieron las

• • • ►

circunstancias, reglas e instrumentos bajo los cuales el gobierno podría intervenir en el sistema financiero.

De esta forma, a través del esquema de filiales, el país ha avanzado hacia un sistema financiero que tiende a consolidarse alrededor de bancos comerciales. Sin embargo, la regulación actual impide que estos presten servicios como arrendamiento financiero, banca de inversión, emisión de seguros y operaciones de fiducia, para cada uno de los cuales existe una entidad particular que los opera, sosteniendo así algunos rasgos propios de la especialización financiera. "El esquema adoptado no permitió terminar de aprovechar diversas economías de escala y de alcance, y el sistema financiero continuó siendo segmentado, costoso e ineficiente"¹.

Motivaciones reforma financiera

Consolidar el sistema financiero en entidades de mayor tamaño, con un portafolio de servicios financieros completo, es una tendencia mundial a la cual Colombia no puede ser ajena. La regulación financiera debe propender por una estructura y un funcionamiento del sistema financiero que permita aprovechar las economías de escala y de alcance, derivadas de operar múltiples servicios financieros bajo un "mismo techo".

La profundización financiera (medida como cartera /PIB) en Colombia ha sufrido un retroceso en los últimos años, de hecho hoy se encuentra 14 puntos porcentuales por debajo del nivel sostenido en 1997, y en términos relativos la situación no es mejor, pues cuando se compara con estándares

internacionales, se observa que mientras países como Suecia, Canadá y Chile tienen niveles de profundización financiera del 84%, 67% y 60% respectivamente, Colombia se ubica en 19%². Lo anterior da la idea de que el sistema financiero colombiano tiene bastante espacio para crecer, y así, la reducción de costos dadas las economías de escala y de alcance podría contribuir con el propósito de consolidar un sistema financiero más eficiente y de mayor tamaño.

Principales elementos de la Reforma Financiera de 2006

Dirigentes y analistas del sector financiero y el mismo Gobierno, son conscientes de la necesidad de producir cambios sustanciales en la regulación del sector, como una vía para crecer, con el objetivo de que éste se inserte de mejor manera a las tendencias internacionales. Por tal razón, el Gobierno ha solicitado estudios técnicos del sector financiero, para obtener resultados que indiquen específicamente cuál debe ser el contenido de la reforma.

A través del esquema de filiales, el país ha avanzado hacia un sistema financiero que tiende a consolidarse alrededor de bancos comerciales.

Las propuestas hechas hasta ahora se relacionan, en su mayoría, con tres puntos fundamentales: estructura del sector, que implicaría modificaciones al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, y derechos de los acreedores y manejo de las centrales de información financiera, que se ha dado a conocer como reforma Habeas Data.

En particular, en lo que se refiere a cambios en la estructura del sector, el Banco Mundial ha propuesto los siguientes elementos:

1. Permitir que los bancos puedan ofrecer directamente servicios de Leasing Financiero.
2. Crear un vehículo especializado cuya función exclusiva sea la consolidación y gestión de esquemas de inversión colectiva.
3. Permitir a los bancos ofrecer todos los servicios de banca de inversión, salvo la inversión de largo plazo en el sector real.
4. Crear un vehículo completo de banca de inversión a través del fortalecimiento a los comisionistas de bolsa y la eliminación de las corporaciones financieras.
5. Eliminar el vehículo de sociedades de capitalización.

Otro frente de propuestas, lo constituye aquellas encaminadas a mejorar los derechos de los acreedores, factor que ha sido identificado por diversos analistas como fuente de represión financiera. En este aspecto se proponen elementos como:

1. Mejorar la efectiva prelación de los créditos garantizados .

1- Clavijo, 2000.

2- Fuente: FMI. International Financial Statistics (Nov 2005). Datos promedio de 2000 a 2004. Tomado de Rojas (2005).

2. Crear mecanismos extrajudiciales y/o con mínima intervención judicial, para ejecución de créditos garantizados de entidades financieras regulares.
3. Agilizar el proceso ejecutivo.
4. Flexibilizar el régimen prendario.
5. Completar la modernización de los registros de garantías.
6. Crear un ambiente favorable a la negociación amigable de acuerdos para solución extrajudicial de la insolventia o dificultades empresariales.

En lo que respecta a las centrales de información, la preocupación es fortalecerlas y hacer más transparentes las bases de datos crediticias, lo cual puede reducir el costo del crédito y permitir un mayor acceso al mismo. En este aspecto se consideran, entre otros, los siguientes puntos:

1. Definir el tiempo de permanencia en la base de datos en un período de cinco años después de cancelada la deuda.
2. Establecer reglas claras sobre quiénes

pueden acceder a esta información y bajo cuáles circunstancias.

3. Permitir a los agentes tener acceso a la información que de ellos aparece publicada en las centrales de riesgo.
4. Prohibir que sólo se publique información negativa.
5. Someter a las centrales de riesgo a vigilancia estatal.

Las anteriores son, hasta ahora, solamente propuestas, cada una de las cuales debe ser estudiada y evaluada según su conveniencia. No obstante, el Gobierno ha definido un cronograma para su presentación en el Congreso, según el cual la reforma Habeas Data se debió presentar el 20 de julio de 2006, las modificaciones al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero se presentarían en octubre y las reformas con respecto a los derechos de los acreedores irían en marzo de 2007 ■

Referencias

Adolfo Rouillon (Banco Mundial). "Derechos de Crédito y Procesos Concursales". Presentación realizada en el seminario "El Sistema Financiero en Colombia: Reformas Futuras", realizado en Bogotá el 8 de mayo de 2006.

FEDESARROLLO. "Reforma Financiera: una iniciativa pertinente". En: Coyuntura Política y Social, N° 17, mayo 2006.

Javier de la Cruz y Constantinos Stephanou (Banco Mundial). "Estructura del Sistema Financiero" Presentación realizada en el seminario "El Sistema Financiero en Colombia: Reformas Futuras", realizado en Bogotá el 8 de mayo de 2006.

Liliana Rojas. "El acceso a los servicios bancarios en América Latina: identificación de obstáculos". Centro para el desarrollo global. Diciembre de 2005.

Sergio Clavijo (Banco de la República). "Hacia la Multibanca en Colombia: retos y retazos financieros". Borradores de Economía. Junio de 2000.

Sergio Clavijo (ANIF). "Competitividad del Sector Financiero Colombiano: Propuesta del Banco Mundial". Presentación realizada en el seminario "El Sistema Financiero en Colombia: Reformas Futuras", realizado en Bogotá el 8 de mayo de 2006.



Dirigentes y analistas del sector financiero y el mismo Gobierno, son conscientes de la necesidad de producir cambios sustanciales en la regulación del sector, como una vía para crecer, con el objetivo de que éste se inserte de mejor manera a las tendencias internacionales.

ISAGEN: una empresa líder en la industria energética colombiana

El mundo actual demanda de las organizaciones un dinamismo que les permita competir exitosamente en el mercado nacional e internacional con parámetros de eficiencia, calidad, productividad, viabilidad social y ambiental, así como la generación de valor para sí mismas, sus grupos de interés y la sociedad en general. ISAGEN asume este reto con criterio de sostenibilidad.

POR:
ISAGEN

ISAGEN es una empresa de servicios públicos mixta, especializada en la generación y la comercialización de soluciones energéticas. Actualmente, posee una capacidad instalada de 2.132 MW, complementada con 150MW de interconexión con Venezuela. De esta manera, ISAGEN se posiciona como la tercera compañía de generación más grande de Colombia, con una participación de 16,54% de la capacidad instalada del Sistema Interconectado Nacional (SIN).

Para el desarrollo de su actividad cuenta con cuatro centrales hidroeléctricas y una central termoeléctrica, por tanto, el 85,93% de su capacidad total es de generación hidráulica y el 14,07% es de generación térmica, lo que le permite a la compañía flexibilidad operacional cuando existan condiciones hidrológicas adversas.

Cuadro 1

Central	Ubicación	Capacidad Instalada MW
Central hidroeléctrica San Carlos	San Carlos (Antioquia)	1240
Central hidroeléctrica Jaguas	San Rafael (Antioquia)	170
Central hidroeléctrica Miel	Norcasia (Caldas)	396
Central hidroeléctrica Calderas ¹	Granada (Antioquia)	26
Central térmica Termocentro	Cimitarra (Santander)	300

ISAGEN nació en mayo de 1995, luego de la escisión de Interconexión Eléctrica S.A., ISA, como consecuencia de la apertura del mercado eléctrico colombiano a la competencia y al capital privado, a partir de la expedición de las leyes 142 y 143 de 1994 de Servicios Públicos Domiciliarios y Eléctrica, respectivamente.

Soluciones energéticas para Colombia

La estrategia comercial de ISAGEN está orientada a ofrecer soluciones de energía valoradas por los clientes con una efectiva capacidad de respuesta. La empresa vende energía, gas y soluciones energéticas, con el fin de alcanzar una amplia diversificación de sus clientes y un mayor crecimiento en el mercado.

De acuerdo con la normativa colombiana para el mercado de energía, ISAGEN atiende clientes comercializadores que suministran energía al mercado regulado y a grandes consumidores, representados en su mayoría por la gran industria del país. De esta forma llega a gran parte del territorio nacional, prestando atención local en Bogotá, Cali, Barranquilla y en su sede principal de Medellín.

1- Se espera que la Central Hidroeléctrica Calderas entre nuevamente en operación comercial en junio de 2006 (ya entró en operación???)



Por medio de asesoría personalizada, brinda a sus clientes un completo portafolio de soluciones energéticas integradas por la electricidad y el gas natural, así como por una vasta gama de servicios de mantenimiento, expansión y eficiencia energética, los cuales ofrece a través de su Red de Socios Tecnológicos, a la cual se encuentran vinculadas más de 20 prestigiosas firmas nacionales de ingeniería. En su visión institucional está contemplada la incursión en los mercados internacionales de Centroamérica y la Comunidad Andina de Naciones, para lo cual ISAGEN comenzó a explorar alternativas que le permitan tener presencia en esos mercados.

Transformación y crecimiento

En los años 1999 y 2000, la empresa fue sometida a un proceso de reestructuración financiera que pretendía maximizar el valor para su venta a un inversionista estratégico. Este proceso se centró en cuatro puntos básicos, siendo la compra de la central Miel I, por USD 439.1 millones, el factor que tuvo mayor impacto en el flujo de caja de la compañía,

debido a que la financiación por USD 250 millones debía ser cancelada en junio de 2006, situación que representaba una concentración del pasivo financiero en el mediano plazo.

El Gobierno Nacional, consciente de esta problemática y ante la suspensión indefinida del proceso de venta, presentó al CONPES en 2004 la estrategia de reestructuración financiera de ISAGEN, cuyo

ISAGEN es una empresa de servicios públicos mixta, especializada en la generación y la comercialización de soluciones energéticas.

objetivo primordial era modificar el perfil de pagos de la deuda, aumentando los plazos de vencimiento para contribuir a que la empresa alcanzara la capacidad financiera necesaria para adelantar nuevos proyectos de generación de energía.

OPIC: un crédito sin precedentes en Colombia

Una de las propuestas presentadas consistía en solicitar a la FEN la refinanciación de los créditos asociados a la compra de la central Miel I.

Posteriormente surgió una nueva alternativa para obtener un crédito en el mercado financiero internacional en condiciones muy atractivas para la compañía.

Dicha operación se llevó a cabo en diciembre de 2005 y la empresa obtuvo una financiación sin precedentes en los sectores energético y financiero del país a través de un crédito a 20 años por USD \$250 millones. La operación consistió en un préstamo

conformado por dos tramos: Tramo "A" por USD \$212 millones, y un Tramo "B" por USD \$38 millones.

Lo novedoso de esta transacción radicó en la participación por primera vez en Colombia de la agencia del Gobierno Americano OPIC (The Overseas Private Investment Corporation), la cual a través del Non-Honouring Sovereign Guarantee Program, garantiza el pago de capital ante un incumplimiento de ISAGEN y la Nación, por medio de un seguro de crédito.

Democratización Accionaria para un país de propietarios

Por otro lado, desde enero de este año se adelanta el Programa de Democratización Accionaria de la Empresa, que hace parte de la política del Gobierno Nacional de tener un país de propietarios, y el cual tiene como objeto vender hasta el 20% de las acciones en circulación de ISAGEN, de propiedad de la Nación. Para tal efecto, ISAGEN ha contratado a la Banca de Inversión - CORFINSURA - COLCORP, que es la encargada de asesorar a ISAGEN y al Gobierno Nacional en toda la estructuración del Programa.

Por ser una enajenación de la participación accionaria del Estado, el proceso de venta está regulado por la Ley 226 de 1995, lo cual implica que el proceso de democratización se realice en el mercado secundario y esté dirigido en una primera vuelta al sector solidario por espacio de dos (2) meses. Posteriormente, el remanente se dirigirá al público en general en una segunda vuelta por espacio de quince (15) días.

La decisión del Gobierno Nacional de llevar a cabo un programa de democratización accionaria en ISAGEN representa grandes beneficios para la Nación, para la empresa y para los demás accionistas. Entre estos se pueden destacar los siguientes:

Para el país y la Nación

- Apoyo al mercado de capitales con el ingreso a la Bolsa de Valores de una empresa sólida y con gran proyección
- Fomento del ahorro, al permitir a muchos colombianos ser partícipes directos de la propiedad de la Empresa (construcción de un país de propietarios).
- La Nación capta recursos frescos por la venta de parte de sus acciones.
- Por ley, el 10% de los recursos de la venta serán destinados al apoyo de proyectos de desarrollo regional de las entidades territoriales en las cuales se desarrolla la actividad principal de la empresa.

Para ISAGEN y los accionistas

- Acceso permanente a diversas fuentes de financiación con economías de escala.
- Optimización de la estructura de capital.
- Posicionamiento de la compañía.
- Mayor gobernabilidad.
- Oportunidades de financiación en mercados de otros países.
- Liquidez de la acción.

Desde enero de este año Isagen adelanta el Programa de Democratización Accionaria, que hace parte de la política del Gobierno Nacional de tener un país de propietarios.

económico del país que se espera siga consolidándose, además de la potencialidad de exportación a países de la región, va a motivar un aumento de la demanda de electricidad. Esta situación favorecerá a los agentes del mercado eléctrico, quienes verán un incremento en el volumen de sus transacciones, tanto mayoristas como a clientes finales. ISAGEN, por ser un agente con una participación representativa en esta indus-

Una Empresa Triple A

Es importante resaltar que en abril de 2006, la deuda de ISAGEN fue calificada como AAA por Duff & Phelps de Colombia S.A., calificación que se asigna a las obligaciones con la más alta calidad crediticia. Dicha calificación se obtuvo después de que la firma calificadora hiciera un completo análisis de las condiciones actuales y futuras de la compañía, lo cual es una señal muy positiva y oportuna para los inversionistas, pues demuestra la solidez de la empresa y sus excelentes proyecciones a futuro.

Colombia presenta unas expectativas muy interesantes para su mercado de electricidad en el mediano y largo plazo. El crecimiento



tria, capturará beneficios que se manifestarán en mejores resultados operacionales, en las posibilidades de crecimiento de sus negocios y en la sostenibilidad de sus resultados a futuro.

Gestión de proyectos

Por su reconocida experiencia en la construcción y operación de centrales de generación y por ser el mayor generador de la Nación, el gobierno colombiano le encargó a ISAGEN el desarrollo de opciones de generación, que contribuyan a atender la demanda energética presente y futura del país.

ISAGEN desarrolla y promociona proyectos de generación, mediante la creación y mantenimiento de un portafolio diversificado de opciones y la estructuración y ejecución de proyectos con criterios de calidad, sostenibilidad y rentabilidad, para disminuir la incertidumbre en la atención de la demanda y contribuir al crecimiento y la competitividad de la empresa.

Su Plan de Expansión de corto plazo 2006

- 2009, está conformado por la recuperación de la Central Calderas y los proyectos Guarinó, Manso y Amoyá, en los departamentos de Caldas, Antioquia y Tolima, los cuales incrementan la capacidad instalada del país en 133 MW y la generación media anual en 1.339 GWh.

En desarrollo del Protocolo de Kyoto ISAGEN ha suscrito con el Banco Mundial, un contrato para la venta de los certificados de reducción de emisiones que producirá el proyecto sobre el río Amoyá, que favorecerá la disminución de las emisiones globales de carbón.

Por otra parte, con miras a satisfacer en el mediano plazo la expansión de la capacidad de generación de ISAGEN, se cuenta con un ambicioso Plan de Estudios y un Plan de Estructuración de Proyectos, que además de la generación convencional contemplan la generación con fuentes no convencionales.

Prácticas empresariales de talla mundial

ISAGEN es una organización estructurada por procesos, con un talento humano altamente calificado. Su planeación y gestión se orientan hacia la creación de valor, la sostenibilidad y el crecimiento empresarial, con una plataforma tecnológica que facilita flujos de información ágiles para la toma de decisiones acertadas y estratégicas. Posee sistemas de gestión de calidad y ambiental certificados y trabaja actualmente para obtener la certificación en el sistema de seguridad y salud ocupacional OHSAS 18001.

Para desarrollar su labor, ISAGEN posee un Código de Buen Gobierno que integra los principios, valores y prácticas que constituyen el norte de la empresa y con los cuales garantiza la ética, administra sus asuntos, reconoce y respeta los derechos de sus accionistas y asegura la transparencia de sus acciones.

Con base en los lineamientos establecidos en el Código, ISAGEN está comprometida con la responsabilidad empresarial, es decir, con la sostenibilidad del entorno en el cual desarrolla sus actividades, así como con la sociedad en general. En este sentido es clara su apuesta por forjar una sociedad más justa y equitativa, donde sea posible la vida con dignidad. Por ello, la compañía consciente de dicho compromiso, trabaja permanentemente para generar valor de la mano de sus grupos de interés y de la sociedad en su conjunto, estableciendo interacciones constructivas y armoniosas, brindando respuesta a sus expectativas económicas, sociales y ambientales, contribuyendo a su desarrollo sostenible y a la creación de valor.

Dentro de estas prácticas de Responsabilidad Empresarial, sobresale la Gestión Ambiental, que ha sido uno de los objetivos estratégicos implementados desde la creación de la compañía. ISAGEN entiende la Gestión Ambiental como aquella dirigida a establecer relaciones armónicas, responsables y de mutuo beneficio con el entorno biofísico y social de los proyectos y centrales de generación.

La Gestión Ambiental de ISAGEN, contempla también el desarrollo de acciones voluntarias con las comunidades aledañas a los centros productivos y proyectos de generación a través del Programa de Inversión Social (PIS). El principal objetivo de este programa es la formación a la comunidad mediante el modelo aprender haciendo y la aplicación de la metodología del Programa de Información y Participación Comunitaria (PIPC), la cual cumple con los momentos de información, consulta y concertación.

Adicionalmente y en concordancia con los principios que sustentan su Responsabilidad Empresarial, la entidad adhirió al Pacto Global y a sus propósitos sociales, con lo cual afianzó su compromiso ético de aplicar la Responsabilidad Empresarial en todas sus actividades, especialmente en temas como derechos humanos, relaciones laborales, medio ambiente y lucha contra la corrupción ■



Con base en los lineamientos establecidos en el Código, ISAGEN está comprometida con la responsabilidad empresarial, es decir, con la sostenibilidad del entorno en el cual desarrolla sus actividades, así como con la sociedad en general.



**Acercas de los códigos de
buen gobierno
corporativo**



POR:

BEATRIZ CASTAÑO

PROTECCIÓN S.A

La constante evolución del mundo de los negocios, unida a un complejo proceso de globalización mundial, promueve el desarrollo de nuevas prácticas y teorías administrativas, que muchas veces entran en boga o de moda como herramientas salvadoras o como la panacea que trae dentro de sus fórmulas los nuevos códigos para garantizar el éxito empresarial institucional. Hoy en día, uno de estos casos se genera alrededor de la teoría, práctica y normalización alrededor de los códigos del buen gobierno corporativo.

Es innegable que ante los graves hechos registrados en la historia económica reciente, como lo sucedido con ENRON, PARMALAT y WORLD.COM, quedó plasmado que era o es indispensable de una parte, el desarrollo y la aplicación de una normatividad adecuada no sólo en el ámbito internacional, sino también local en nuestro país y, de otra parte, la capacitación y la implementación con convicción en nuestras organizaciones e instituciones.

La realidad es que las prácticas de Buen Gobierno Corporativo no pueden ser vistas como una moda o como una gran novedad, pues corresponden a principios universales tan antiguos como la propia humanidad: el respeto por los valores fundamentales, la transparencia, la integridad, el bienestar general por encima del particular, la honestidad, el cumplimiento de la ley por convicción y no por simple imposición, la fidelidad, el profundo respeto por el ser humano, la comprensión real del verdadero valor del dinero, la responsabilidad y la seriedad política, la integridad familiar y el liderazgo con ejemplo.

Estos son, pues, los pilares fundamentales de la práctica del Buen Gobierno Corporativo y de ninguna manera son elementos de una tendencia actual y pasajera, ni el cumplimiento de una norma legal carente de fuerza vinculante. Los principios de un Buen Gobierno Corporativo son una forma de vida y de comportamiento humano, que guían hacia puerto exitoso al hombre, y por ende a las instituciones y a los gobiernos, que con convicción y transparencia los ponen en práctica en su entorno y cotidianidad.

Queda claro entonces que hablamos de los cimientos organizacionales y

humanos más profundos, y no simplemente de nuevas teorías administrativas o de nuevos esquemas legislativos y formativos, que a la postre, mal implementados, podrían convertirse en textos muertos.

El caso de Protección

En Protección S.A. hemos liderado un proceso que, por entera convicción, se ajusta a todos estos principios y valores fundamentales y, desde el año 2002, decidimos voluntariamente acogernos a la Resolución 0275 de 2001, norma que le aplica a aquellos emisores que quisieran recibir recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias, pero teniendo presente que debemos ser coherentes entre lo que exigimos y practicamos. Por lo tanto, la Junta Directiva y la organización tomaron la decisión de implementar esta norma.

Es muy importante tener presente que esta filosofía, visión de vida y práctica laboral, cobija a todos nuestros empleados, todos somos parte activa de este Código de Buen Gobierno Corporativo, que en el fondo no es más que la carta de presentación de nuestras actuaciones y el marco de nuestro desempeño. De esta manera garantizamos la seriedad y la transparencia ante quienes de una u otra forma se relacionan con nosotros: accionistas, clientes, inversionistas, instituciones gubernamentales, entidades de control, empleados, entre otros.

Así mismo, para Protección S.A ha sido fundamental el desarrollo de un modelo que enmarque las prácticas que terceros, como los emisores que quieran establecer negocios con nuestra Organización, deben cumplir estrictamente. La razón es que si internamente

La realidad es que las prácticas de Buen Gobierno Corporativo no pueden ser vistas como una moda o como una gran novedad, pues corresponden a principios universales tan antiguos como la propia humanidad.

hemos hecho los ajustes necesarios, no es menos importante que dichos emisores se encuentren plenamente sincronizados con nosotros y desarrollen prácticas afines que respalden la transparencia e integridad que nuestra responsabilidad social exige. Lo mínimo que esperamos de ellos es el cabal cumplimiento de los procesos y estándares fundamentales de un Buen Gobierno Corporativo, con la misma convicción y filosofía que en Protección S.A. se ha pretendido institucionalizar.

Algunos de estos principios y estándares establecidos para validar a un emisor son: manejo y transparencia ante conflictos de interés e información privilegiada, información completa y oportuna, sistemas de control organizacional adecuados, conformación de juntas directivas con alto nivel de competencias y gestión, exactitud en los estados financieros, diseño de proyecciones y modelos que permitan simular diferentes escenarios, entre otros aspectos.

De otra parte, no podemos negar que no se trata simplemente de exigir el cumplimiento de ciertas prácticas a los emisores. Nuestra responsabilidad va mucho más allá, pues Protección S.A. en su compromiso con la administración de recursos, está obligada a desarrollar e implementar modelos que le permitan valorar y diagnosticar a cabalidad la solidez, la consistencia y el verdadero riesgo de estos emisores. Esto, con el fin de garantizar que las decisiones de inversión sean transparentes y seguras, que es en última instancia la responsabilidad fiduciaria que asumimos ante nuestros clientes, quienes han depositado toda su confianza en nosotros como administradores de su dinero y su futuro.

Lo anterior, sumado a que hoy los fondos podemos invertir hasta el 10% de las acciones en circulación de una entidad emisora e igualmente, para las inversiones de deuda, hasta el 10% del valor del fondo de una misma entidad, (incluyendo su matriz, filiales y subsidiarias). Por tal motivo, quedamos catalogados generalmente como accionistas minoritarios de estas empresas y uno de los aspectos por los que precisamente propende un código de Buen Gobierno es el trato equitativo de los accionistas minoritarios y el manejo transparente de la información.

Beneficios que los Códigos de Buen Gobierno traen a las empresas

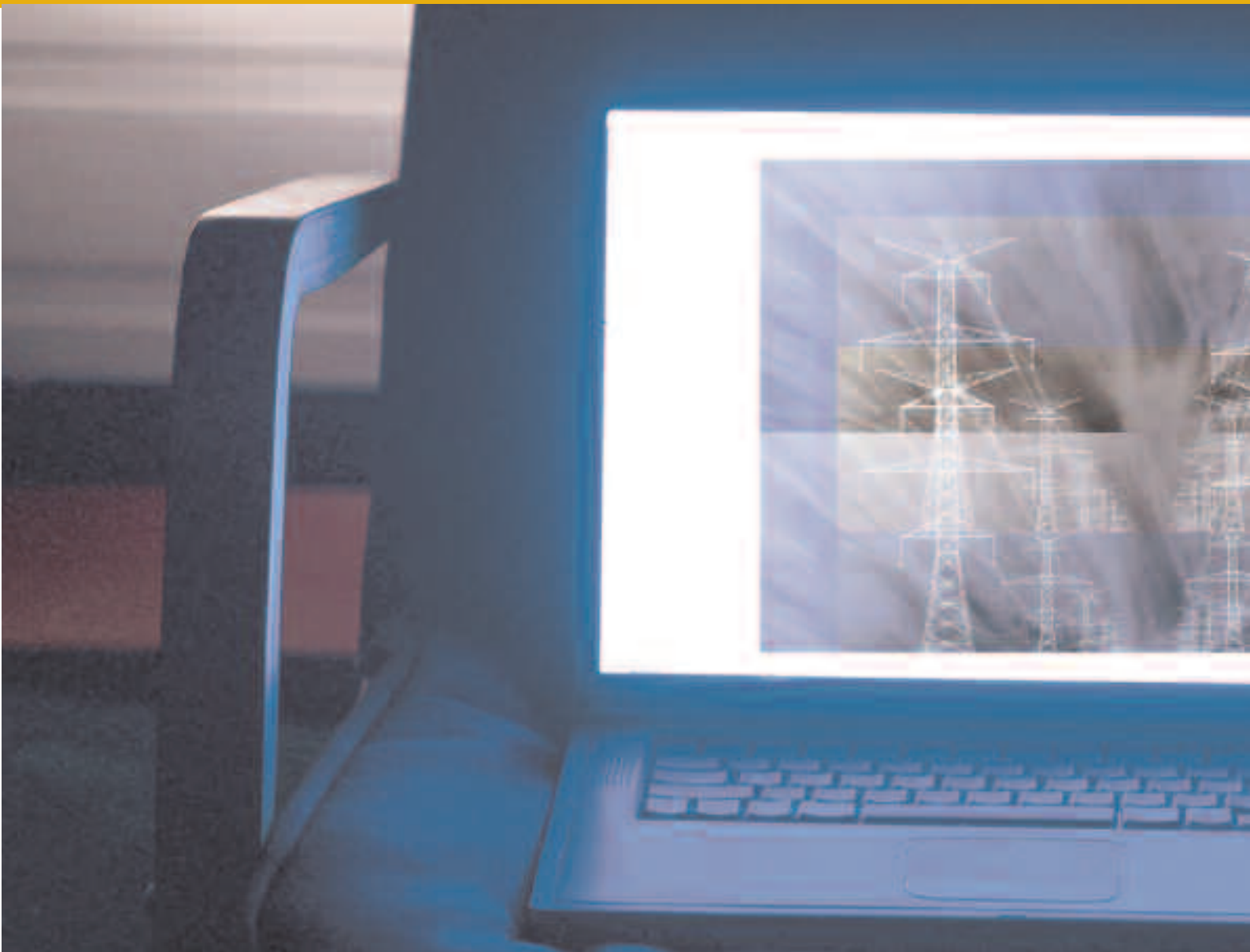
Actualmente vemos que las entidades han encontrado un beneficio grande en el mercado de valores por contar con estos códigos, pues han mejorado su bursatilidad, al mismo tiempo que la colocación de los títulos de deuda es ahora más fácil.

Como inversionistas, nosotros hemos percibido esta evolución en muchos de nuestros emisores y hemos obtenido una mayor confianza en el mercado de valores por contar con elementos de juicio mucho más claros sobre el estilo de administración de los recursos, con lo cual hemos aumentado la participación en nuestro mercado de valores.

La confianza no simplemente se tiene sino que se construye y valida diariamente con hechos y elementos claramente demostrables. Este es el propósito fundamental que pretendemos consolidar en el largo plazo en el marco de nuestras negociaciones con los distintos emisores ■



Las entidades han encontrado un beneficio grande en el mercado de valores por contar los códigos de buen gobierno corporativo, pues han mejorado su bursatilidad, al mismo tiempo que la colocación de los títulos de deuda es ahora más fácil.



Derivados Financieros de Energía

**El Paso Siguiente en la Evolución
del Sector Eléctrico Colombiano**

POR:

PABLO HERNÁN CORREDOR AVELLA

GERENTE GENERAL

XM COMPAÑÍA DE EXPERTOS EN MERCADOS

S.A. E.S.P.

“En efecto, de todo lo que contiene este importante enfoque moral, social, filosófico y económico que es la investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones, apenas se ha conservado y propagado la visión de un universo económico maravillosamente regulado por sí mismo gracias a la meticolosa intervención de la mano invisible y al equilibrio cuasiautomático surgido de la confrontación de los egoísmos individuales, milagrosamente propicios al interés general. Impregnado el todo de un “mercado”, cuyos elementos se dosifican por sí solos, estimulándose o contrariándose entre sí sobre la base de una competencia libre y absoluta; trátese ya sea de cantidades, precios, salarios, ganancias, o incluso, de la oferta y la demanda de trabajo.”

Omar Aktouf

Antecedentes

En las últimas décadas los mercados eléctricos del mundo han evolucionado de sistemas administrados de manera centralizada, compuestos por empresas integradas verticalmente, a sistemas des-regulados conformados por empresas con actividades comerciales completamente diferenciadas, lo cual conduce a un mercado en competencia libre y absoluta de precios y cantidades, en la búsqueda de aumentar las ganancias de los participantes y dar paso a la bien conocida teoría del poder de la “mano invisible”, el mercado, introducida por Adam Smith en el siglo XVIII.

No obstante, para garantizar la existencia de una competencia efectiva en un mercado competitivo, se requiere que los agentes participantes de este mercado cuenten con herramientas que les permitan definir sus estrategias de venta y de compra y que los organismos responsables de la regulación y el control puedan realizar el análisis de la eficiencia del libre mercado y evitar prácticas anticompetitivas, posibles por el abuso del poder del mercado.

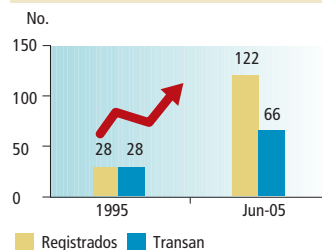
Por lo anterior, a partir del 20 de julio de 1995 comenzó operaciones en Colombia la Bolsa de Energía, como un mecanismo para fomentar la competencia entre los generadores y comercializadores de electricidad, de manera que la energía que se consume en el país fuera lo más económica posible, transada a precios determinados mediante un mecanismo de formación de precios definidos en un mercado neutro en el que se confrontan objetivamente la oferta y la demanda. Este esquema dio inicio al mercado mayorista de la electricidad en el país.

El paso de un sistema administrado centralizadamente a uno des-regulado ha sido posible en Colombia gracias a la reestructuración del sector eléctrico iniciada con la constitución de 1991, en la cual el Estado dejó su papel monopólico de empresario, para promover la competencia y fomentar la participación del capital privado en las empresas de servicios públicos, pero asumiendo los roles de dirección, planeación, regulación, supervisión y control de este mercado, con el propósito de garantizar la prestación de estos servicios.

La efectividad de esta reestructuración se observa en las siguientes gráficas que presentan la evolución que ha tenido la propiedad de las empresas y de los agentes que ingresaron al mercado, en los 10 años de creación de la Bolsa.

Los comercializadores y generadores se han incrementado en más del 100%

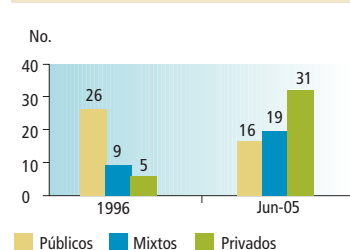
Comercializadores



Los comercializadores que transan en la bolsa han aumentado en un 136%

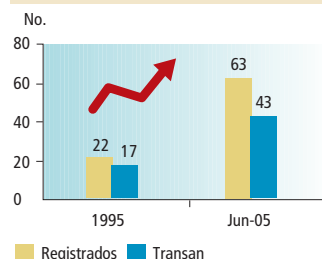
Más del 50% de los generadores y comercializadores son privados

Comercializadores



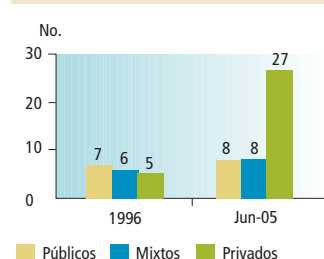
Pasó de ser el 13% del total de comercializadores en 1996 al 47% en 2005

Generadores



Los generadores que transan en la bolsa han aumentado en un 153%

Generadores



Pasó de ser el 29% del total de empresas de generación en 1996 al 63% en 2005

La operación del Sistema

Simultáneamente, dentro de las medidas adoptadas se estableció la necesidad de instaurar un organismo que se encargara de la operación del sistema y la administración del mercado, las cuales se encomendaron inicialmente a Interconexión Eléctrica S.A. -ISA-, y a partir de octubre de 2005 a XM Compañía de Expertos en Mercados S.A. E.S.P.

XM S.A. E.S.P., filial del Grupo ISA, es una Sociedad Anónima, constituida como Empresa de Servicios Públicos Mixta, del orden nacional, de carácter comercial, sometida al régimen jurídico establecido en la Ley de Servicios Públicos Domiciliarios (Ley 142 de 1994), Ley Eléctrica (Ley 143 de 1994) y a las normas de derecho privado. XM S.A. E.S.P. es una empresa orientada al cliente, que presta servicios integrales de operación, administración y desarrollo de mercados, comprometida con el mejoramiento continuo, apoyada en el fortalecimiento de las relaciones de largo plazo con nuestros grupos de interés, en el conocimiento de sus empleados, y en su permanente búsqueda de innovación tecnológica, conservando los estándares de seguridad, calidad y confiabilidad heredados de ISA, los cuales se ratificaron con la obtención del certificado de la norma de calidad NTC-ISO- 9001/2000 otorgado por el ICONTEC el 9 de diciembre de 2005.

Qué es la Bolsa de Energía y cómo funciona

La Bolsa de Energía es un sistema de información manejado por XM S.A. E.S.P., sometido a las reglas del mercado mayorista, definidas en el Reglamento de Operación, en el cual por el

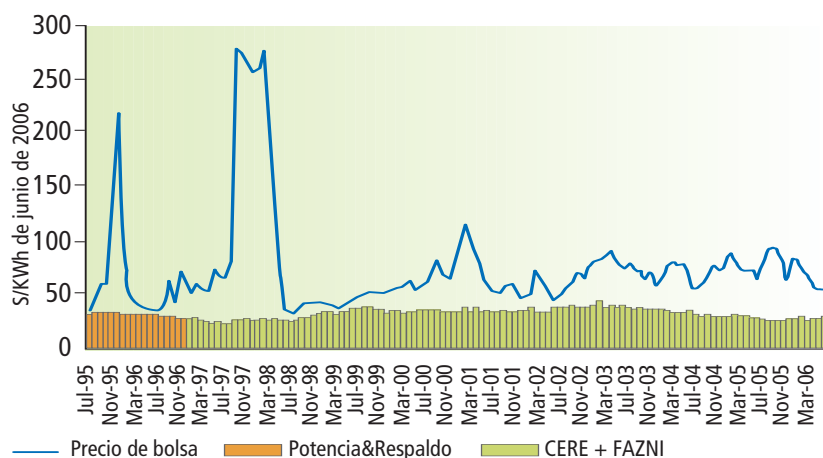
juego libre de oferta y demanda los generadores y comercializadores del mercado eléctrico colombiano realizan transacciones horarias de electricidad, mediante ofertas de precios y disponibilidad de los recursos de generación. De acuerdo con la demanda de energía de los comercializadores, se determina el costo horario de las transacciones.

En condiciones normales de operación, el precio en la Bolsa con el cual se valoran las transacciones de energía, corresponde al mayor precio de oferta de las unidades de generación con despacho centralizado que han sido programadas para generar en el despacho ideal y que no presentan inflexibilidad. Este precio es único para el sistema interconectado en cada período horario, fluctúa con los cambios de capacidad de generación disponible en el sistema, está sujeto al ingreso de nuevos proyectos, al retiro de los obsoletos y a los mantenimientos programados, y depende igualmente de las reservas energéticas y de los cambios en la curva de demanda que fluctúa a lo largo del día.

De otro lado, con base en la demanda que los comercializadores cubren directamente con contratos bilaterales, el Administrador de Sistema de Intercambios Comerciales determina las cantidades de energía que se transan en la Bolsa y según el precio indicado, liquida las transacciones, obtiene el resultado económico de cada agente participante, y posteriormente, recauda y distribuye los valores monetarios correspondientes a las partes.

La dinámica del mercado eléctrico

Las características específicas de un mercado eléctrico, en el cual el alto componente hidráulico de los recursos de generación es afectado de manera importante por la estacionalidad climática, la energía no puede ser almacenada una vez producida para utilizarla en períodos de escasez, la oferta y la demanda deben ser iguales en el tiempo, todo lo que se produce debe ser consumido, pues no hay sustitutos en el corto plazo, lo cual hace que la demanda sea prácticamente inelástica en este período de tiempo, contribuyen a que este mercado presente altas volatilidades de precios, como se observa en la siguiente gráfica.





En las últimas décadas los mercados eléctricos del mundo han evolucionado de sistemas administrados de manera centralizada, compuestos por empresas integradas verticalmente, a sistemas des-regulados conformados por empresas con actividades comerciales completamente diferenciadas.

Todo lo anterior se constituye en un factor de riesgo muy importante para los agentes participantes del mercado, debido a la inexistencia de señales de precios de largo plazo para proyectos de inversión y ocasiona riesgos tanto a los generadores, porque parte de la generación queda expuesta al mercado spot, como a los comercializadores, pues no logran un cubrimiento total de la demanda mediante contratos bilaterales de electricidad, exponiéndose igualmente a la volatilidad de este mercado de corto plazo.

El cubrimiento de precios que los comercializadores pueden hacer para evitar la volatilidad de este mercado, se efectúa mediante el uso de contratos bilaterales, los cuales tienen altos costos de transacción, carecen igualmente de señales de precios de largo plazo para la determinación de sus precios futuros y su precio está sujeto a la determinación de riesgo que de manera unilateral cada vendedor percibe de la empresa, lo cual conduce a una discriminación natural de precios.

Por eso, con el propósito de mejorar las condiciones de competencia en el mercado de contratos, evitar la segregación del sector, permitir la participación de nuevos actores y nuevos clientes, incrementar el dinamismo del mercado, propender por una adecuada transparencia en las negociaciones de contratos y la equidad entre las partes y buscar la necesaria liquidez que requiere un mercado maduro, es importante evolucionar en este mercado

mediante la introducción de las herramientas que ofrece un mercado de futuros en el que se negocien derivados financieros energéticos, respaldados por una cámara de riesgo central de contraparte.

La gráfica siguiente presenta las fases en que se desarrolla el comercio de cualquier bien. Se puede aseverar que la evolución del mercado eléctrico de Colombia se encuentra en la parte inicial de la fase de rápido crecimiento, en el cual mediante contratos de intermediación, la energía se transa un 40% por encima de las necesidades reales de la demanda. Sin embargo, el mercado se encuentra suficientemente maduro y preparado para aspirar a evolucionar a la fase de especulación, en la que se pueden lograr transacciones superiores, más allá del 300% de las necesidades básicas de la demanda.

Esta inevitable evolución de los mercados sólo se logra con la inclusión de instrumentos financieros de vanguardia, en un mercado financiero en el que los bienes objeto de intercambio son exclusivamente activos financieros.

Con este propósito carece de importancia si el mercado tiene una ubicación física, de qué forma se ponen en contacto los oferentes y demandantes en el mercado, o cómo se fijan los precios de los activos negociados en ellos.

Entre las actividades básicas que requiere un mercado financiero para su adecuado funcionamiento se encuentran: tener una plataforma adecuada para poner en contacto a los distintos agentes económicos y que sirva de mecanismo para la fijación del precio de los activos, proporcionar liquidez a los activos que se negocian y reducir los plazos y costes de intermediación. Mientras mayor sea el grado de cumplimiento de estas funciones, mayor será el grado de eficiencia de un mercado financiero.

De acuerdo con la teoría económica, un mercado eficiente es aquel en el que se pretende lograr una competencia perfecta, en el que existe libre movilidad de los recursos, no hay trabas que impidan el libre juego de las fuerzas del mercado en lo que se refiere a la determinación de los precios, se cuenta con información completa y simétrica tanto para compradores como para vendedores, donde el poder de la "mano invisible" identificada por Adam Smith hace más de dos siglos, no tiene ningún tipo de interferencia.

Las características básicas que un mercado financiero debe cumplir son:

- I) Transparencia, medida en la facilidad y simetría de acceso a la información por parte de los agentes económicos que intervienen en el mercado.
- II) Libertad, referida a la ausencia de barreras de entrada y la no interferencia para la libre formación de los precios de los activos.
- III) Profundidad, que hace referencia a la existencia de órdenes de compra y de venta

- por encima y por debajo del precio de equilibrio, con lo que se generan curvas de oferta y demanda para cada activo.
- IV) Amplitud, determinada por la existencia suficiente de órdenes de compra y venta de manera que se puedan satisfacer las necesidades permanentes de oferentes y demandantes.
 - V) Flexibilidad, mediante la cual ante variaciones del precio de los activos, aparecen con rapidez nuevas órdenes de compra y de venta para equilibrar el mercado.

La participación del sector financiero en el mercado eléctrico

No se concibe el trasegar del mercado eléctrico, dentro del ciclo de evolución de los mercados, sin la concurrencia de actores de índole estrictamente financiero, los cuales tendrán una misión trascendental en el desarrollo de mercados con actividades específicas como: la creación de nuevos activos financieros a partir del dinero depositado por los ahorradores, la inclusión de este mercado por parte del Banco Central dentro la política monetaria nacional, la reducción del riesgo de los diferentes activos mediante la diversificación de la cartera, la dedicación de un mayor volumen de recursos financieros en el mercado, la reducción de los costos de transacción al trabajar con volúmenes mayores, lo que implica una mayor rentabilidad, la introducción de técnicas de evaluación y seguimiento de riesgos de los agentes participantes, la posibilidad de transformar los plazos de las operaciones a partir de la captación de recursos a corto plazo en otro mercado y la colocación a plazos mayores en el mercado eléctrico, y la introducción de nuevos mecanismos de pago, entre otras.

Dentro de la evolución esperada existe

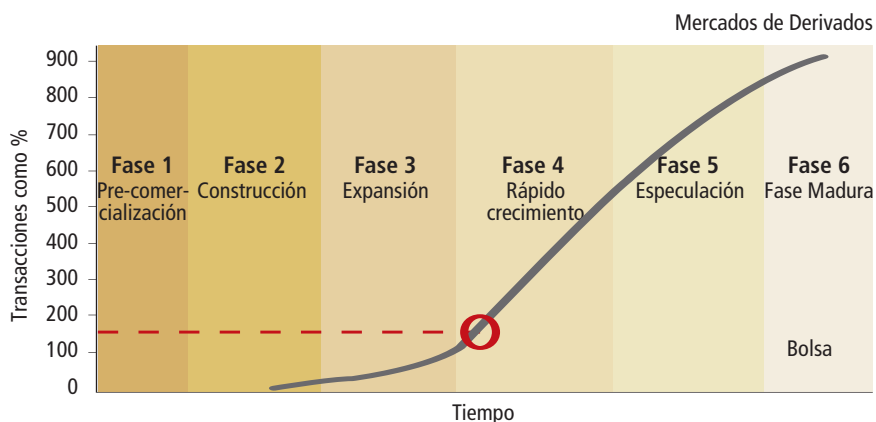
la posibilidad de transar productos derivados, es decir, contratos financieros cuyos valores se basan en los precios de otros activos conocidos como activos subyacentes. Entre ellos se encuentran los forwards, swaps, caps, floors, opciones y los futuros. Los futuros sobre electricidad, por ejemplo, se basarían en los precios de la actual bolsa de energía que sería su activo subyacente.

Un contrato de futuros es un acuerdo bilateral estandarizado negociado en una bolsa, por medio del cual los contratantes se comprometen en una fecha futura a entregar o aceptar un bien con un precio y cantidades acordadas al momento de su suscripción. Lo anterior significa que el objetivo de los mercados a futuro es ofrecer a los inversionistas un mecanismo que les permita protegerse de los movimientos adversos de los precios de un bien, fijando su precio en el presente.

Los compradores y vendedores deben dar un margen en garantía inicial correspondiente a una fracción del valor del contrato y deben ajustar periódicamente las ganancias y pérdidas de los contratos, mediante un sistema conocido como "marking-to-market". En la mayoría de los contratos no se da la entrega física. Usualmente, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones contratantes, existe una Cámara de Riesgo Central de Contraparte o Cámara de Compensación, responsable de la compensación, liquidación y administración, y cálculo de las garantías iniciales y los llamados de margen.

Una vez se vencen los plazos de los contratos de futuro, la Cámara se interpone entre el comprador y el vendedor, actuando como compradora para el vendedor, y como vendedora para el comprador, garantizando a las partes el cumplimiento de la operación. Por este motivo, tanto el comprador como el vendedor original tienen obligaciones con la Cámara y no entre ellos.

Si no hay duda alguna, la implementación de derivados financieros de energía y la constitución de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte hacen parte del peldaño siguiente en el desarrollo del mercado eléctrico colombiano, para el cual se deben preparar los agentes y grupos de interés participantes, ajustar las normas necesarias para dar viabilidad al mismo, definir los roles específicos de los reguladores de ambos sectores, se debe clarificar la incidencia que las normas del sector financiero puedan ejercer sobre las normas de este sector y definitivamente lograr una participación concreta y decisiva del sector financiero para construir desde un principio bases sólidas que garanticen la creación y permanencia de este mercado en el largo plazo ■



Teclado virtual en la Sucursal Virtual Empresas Bancolombia

Desde el pasado 27 de junio los usuarios de la Sucursal Virtual Empresas BANCOLOMBIA tienen una **nueva forma de ingresar** la información requerida para acceder al canal. Se trata del **teclado virtual**, el cual es útil para evitar la captura de los datos personales por parte de terceras personas a través de los denominados keyloggers.

¿Que es un Keylogger?

Es un programa instalado en cualquier computador que **monitorea y captura la actividad de los usuarios** al momento de interactuar con el **teclado físico**. En algunos casos la información es automáticamente enviada por internet con los datos de claves a personas inescrupulosas, en otros casos es simplemente guardada y luego consultada. Con la información en su poder, **estas personas pueden ingresar y disponer de los recursos** de las cuentas bancarias.

Para utilizar el servicio del teclado virtual

- Pueden utilizarlo para ingresar el NIT, la identificación y la clave.

- Deben oprimir los botones correspondientes a cada tecla con el mouse.
- En caso de equivocarse, pueden utilizar la tecla correspondiente para borrar, igual que en la del teclado normal.
- Para usar mayúsculas, deben presionar "Bl. May.", y luego la tecla requerida.
- La opción del contraste permite seleccionar la luminosidad de las teclas. El contraste en nivel bajo impide que alguien ubicado detrás observe los datos que ingresa.

Se recomienda que

- Al realizar alguna transacción en la Sucursal Virtual Empresas evite hacerlo desde computadores en los cuales usted no se sienta **plenamente confiado**.
- Usar accesos públicos o los de los café Internet no es recomendable.
- Para mayor seguridad mantenga siempre **actualizado su antivirus**, y utilice programas **antispyware** que evitan igualmente la instalación de este tipo de programas en su computador sin su consentimiento.

Excelencia de Bancolombia en el procesamiento de pagos en dólares

Nuestro banco corresponsal Deutsche Bank nos otorgó por cuarto año consecutivo el premio Excelencia en el Procesamiento de pagos en Dólares. Este reconocimiento es el resultado de nuestro compromiso por mantener y superar los estándares de calidad. **Eficiencia.**

El Top 1.000 de The Banker

La prestigiosa revista inglesa en su edición de julio publicó el ranking del Top 1.000 de Bancos Mundiales, en el cual Bancolombia mantiene por quinto año consecutivo el lugar número uno en Colombia, y pasó del puesto 632 al 407 en el mundo. **Liderazgo.**

Bancolombia entre las 2.000 mayores empresas del mundo

La revista estadounidense Forbes, acaba de incluirnos en su ranking de las 2 mil más grandes del mundo, gracias al crecimiento obtenido con la fusión con Conavi y Corfinsura, no solo en variables como ingresos, utilidades y activos, sino por el valor que nuestra entidad financiera tiene en el mercado.



Faxmail Bancolombia

Este es un servicio de mensajería automática que le permite a los clientes recibir copia instantánea de sus transacciones: comprobantes SWIFT de sus giros al exterior, órdenes de pago recibidas y cartas de crédito de importación, todo a través de su correo electrónico.

Insíbase ya mismo a través de www.bancolombia.com y comience a recibir confirmaciones de sus operaciones con oportunidad. Para mayor información le sugerimos contactar a su gerente de relación.



Garantías bancarias para el sector eléctrico

A partir de julio las empresas del sector eléctrico iniciaron la implementación de los cambios en los mecanismos de cubrimiento para sus operaciones de compra de energía ante el Mercado de Energía Mayorista -MEM-, con el objetivo de dar cumplimiento a la normatividad reciente de la Comisión de Regulación de Energía y Gas.

Pese a que ya existían mecanismos, la regulación vigente enfatizó en los productos de respaldo financiero tradicionales que les permitieran a los agentes ajustar sus estructuras de liquidez y tener como alternativa un banco que garantizara sus transacciones.

Como apoyo a esta evolución en la estructura del sector, Bancolombia crea así, las "Garantías Bancarias para el Sector Eléctrico" como el producto que le permite a los agentes generadores y comercializadores de energía un eficiente manejo de su liquidez, ajustando los costos al ciclo de la operación y minimizando el costo de oportunidad sobre los recursos que se puedan ver comprometidos, si se opta por un mecanismo de cubrimiento diferente. Los clientes pueden tener la tranquilidad de que es un producto especialmente diseñado para satisfacer las necesidades específicas del sector eléctrico, completamente adaptado a la normatividad dispuesta por la CREG.

Adicionalmente, las Garantías Bancarias para el Sector Eléctrico contribuyen a una mejor medida del riesgo de crédito de las empresas y aportan en la creación de un historial de crédito para agentes que no han tenido acceso al sector financiero.

Durante el primer mes de implementación Bancolombia respaldó el 44% de las transacciones de energía, garantizando cerca de \$100.000 millones, lo cual constituye al Banco en la entidad financiera líder en la colocación de productos de respaldo para el sector eléctrico.

Este es apenas el comienzo en la innovación de productos especializados y de valor agregado que Bancolombia como aliado financiero está en capacidad de aportar al desarrollo y evolución del sector eléctrico, buscando posicionarse como el banco líder en innovación para las empresas de este sector.

Solidaridad por Colombia

El 27 de agosto caminaremos por las calles de Bogotá en la marcha de la Solidaridad por Colombia, que tiene como propósito sumar recursos y esfuerzos para que cada vez más niños y jóvenes tengan acceso a la educación. **Compromiso con el país.**

También en la Feria de las Flores

También en la Feria de las Flores: del 28 de julio al 6 de agosto Medellín se vistió de flores y Bancolombia, como uno de los patrocinadores de la Feria de las Flores y de la Exposición Orquídeas, Pájaros y Flores, invita a la gente de todo el país a venir a Medellín y disfrutar de una semana de cultura, alegría y diversidad. **Tradición.**

Bancolombia con la moda

Entre el 12 y el 14 de julio, la feria internacional Colombia-moda en Medellín fue el escenario para el encuentro de empresarios y visitantes nacionales y extranjeros. Allí estuvo American Express de Bancolombia para darles todo el reconocimiento. **Negocios.**

Con los artesanos colombianos

Entre el 3 y el 7 de agosto en la Plaza de los Artesanos de Bogotá, se realizó la feria artesanal Manofacto, organizada por Artesanías de Colombia en alianza con Bancolombia. Así promovemos el trabajo de los artesanos colombianos y contribuimos al desarrollo de este sector productivo del país. **Responsabilidad Social.**

Barranquilla al pie de las letras

A partir del 15 de agosto y hasta el mes de diciembre, la Fundación La Cueva, con el apoyo de Bancolombia, realizará una serie de tertulias con escritores colombianos para acercar la literatura a su público y promover la lectura entre jóvenes y adultos. **Cultura.**



Más que tenerla,
es sentirla.

American Express® de BANCOLOMBIA,
aceptada en miles de establecimientos
en Colombia y el mundo. Utilícela.

El reconocimiento es para usted.



LO ESTAMOS DANDO TODO.

Disponible en la red BANCOLOMBIA y CONAVI.

CONAVI, una marca BANCOLOMBIA

www.bancolombia.com • www.conavi.com



PASAPORTE
PASSPORT



REPUBLICA DE COLOMBIA

TIPO / TYPE P COD PAIS / CODE COUNTRY PASAPORTE Nº / PASSPORT No. COL

APELLIDOS / SURNAME

CC005538833

ECHAVARRIA SANCHEZ

CARLOS IVAN

FECHA Y LUGAR DE NACIMIENTO / DATE AND PLACE OF BIRTH

8 JUL 1951 MEDELLIN ANT

SEXO / SEX LUGAR Y FECHA DE EMISION / PLACE AND DATE OF ISSUE

M MEDELLIN 28 MAY 1998

FECHA DE VENCIMIENTO / DATE OF EXPIRY AUTORIDAD / AUTHORITY

28 MAY 2000

Leidy Sola

MODIFICACIONES