

DOCUMENTO DEL BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

COLOMBIA

**PROGRAMA DE APOYO A LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO
(CO-L1144)**

PROPUESTA DE PRÉSTAMO

Este documento fue preparado por el equipo de proyecto conformado por: Daniel Fonseca (IFD/CMF), Jefe de Equipo; Joan Prats (IFD/CMF), Jefe de Equipo Alterno; Agustina Calatayud, Olver Bernal, Fernando de Olloqui, Gabriela Andrade, Alejandro Tamola, César Tamayo, Gloria Lugo y Annabella Gaggero (IFD/CMF); Alvaro Concha (CMF/CCO); Miguel Angel Orellana (FMP/CCO); y Mónica Lugo (LEG/SGO).

De conformidad con la Política de Acceso a Información, el presente documento se divulga al público de forma simultánea a su distribución al Directorio Ejecutivo del Banco. El presente documento no ha sido aprobado por el Directorio. Si el Directorio lo aprueba con modificaciones, se pondrá a disposición del público una versión revisada que sustituirá y reemplazará la versión original.

ÍNDICE

RESUMEN DEL PROYECTO.....	1
I. DESCRIPCIÓN Y MONITOREO DE RESULTADOS.....	2
A. Antecedentes y Problemática	2
B. El Financiamiento para el Desarrollo Productivo en Colombia	3
C. La Regulación y Supervisión del Sistema Financiero en Colombia	5
D. La Inclusión Financiera en Colombia	7
E. Alineación Estratégica y Coordinación con Otros Donantes	9
F. Programa Propuesto.....	10
G. Indicadores de Resultados	13
H. Análisis Económico.....	14
II. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y PRINCIPALES RIESGOS.....	14
A. Instrumento de Financiamiento.....	14
B. Riesgos Ambientales y Sociales	15
C. Otros Riesgos del Proyecto	15
III. PLAN DE IMPLEMENTACIÓN Y GESTIÓN.....	15
A. Resumen de los Arreglos para la Implementación	15
B. Resumen de los Arreglos para el Monitoreo de Resultados.....	15
C. Carta de Políticas	16

ANEXOS	
Anexo I	Matriz de Efectividad en el Desarrollo (DEM) - Resumen
Anexo II	Matriz de Políticas

ENLACES ELECTRÓNICOS
REQUERIDOS
1. Carta de Política
2. Matriz de Medios de Verificación
3. Matriz de Resultados
OPCIONALES
1. Plan de Seguimiento y Evaluación
2. Análisis Económico
3. Documento de Marco Sectorial de Respaldo para PYME y Acceso y Supervisión Financieros
4. Colombia. Estrategia de País del BID 2012-2014
5. Article IV Consultation – Staff Report ; Press Release; and Statement by the Executive Director for Colombia. International Monetary Fund (IMF). Colombia 2014.
6. Colombia Review under the Flexible Credit Line Arrangement – Staff Report ; Press Release; and Statement by the Executive Director for Colombia. IMF 2014.
7. Colombia: Financial System Stability Assessment . IMF 2013.
8. Financial Inclusion, Growth and Inequality: A Model Application to Colombia . IMF (2014). Working Paper.
9. Economic Surveys . Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). 2015.
10. Financiamiento de las PYME en Colombia . OECD. 2013.
11. Ley No. 1735 del 21 de Octubre 2014 Por el cual se dictan medidas tendientes a promover el acceso a los servicios financieros transaccionales y se dictan otras disposiciones.
12. Avances y metas de la economía colombiana . Ministerio de Hacienda. 2014.
13. Financiamiento para la Paz, la Equidad y la Educación 2015-2018 . Ministerio de Hacienda (2014).
14. Estrategia de Inclusión Financiera . Ministerio de Hacienda (2014).
15. Colombia hacia un sector de seguros inclusivo y universal . Banca de las Oportunidades (2014).

ABREVIATURAS	
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
CNB	Corresponsales No Bancarios
FDN	Financiera de Desarrollo Nacional
FEM	Foro Económico Mundial
FINDETER	Financiera de Desarrollo Territorial
FMI	Fondo Monetario Internacional
GCI-9	Informe sobre el Noveno Aumento General de Recursos del BID
MHCP	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
MILA	Mercado Integrado Latinoamericano
MIPYME	Micro, Pequeñas y Medianas Empresas
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PBP	Préstamo Programático de Apoyo a Reformas de Política
PIB	Producto Interno Bruto
PNUD	Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo
PYME	Pequeñas y Medianas Empresas

RESUMEN DEL PROYECTO
COLOMBIA
PROGRAMA DE APOYO A LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO
(CO-L1144)

Términos y Condiciones Financieras				
Prestatario: República de Colombia			Facilidad de Financiamiento Flexible^(a)	
			Plazo de amortización:	Pago único al 15 de junio de 2028
Organismo Ejecutor: Ministerio de Hacienda y Crédito Público			VPP original:	12,75 años ^(b)
			Período de desembolso:	1 año
Fuente	Monto (US\$)	%	Período de gracia:	12,75 años
BID:	500.000.000	100	Comisión de inspección y vigilancia:	^(c)
Local:	0	0	Tasa de interés:	Basada en LIBOR
			Comisión de crédito:	^(c)
Total:	500.000.000	100	Moneda de aprobación:	Dólares estadounidenses con cargo al Capital Ordinario (CO)
Esquema del Proyecto				
<p>Objetivo del proyecto/descripción: el objetivo del programa de reformas de políticas es mejorar la contribución del sistema financiero al crecimiento de Colombia a través de: (i) el aumento del financiamiento para el desarrollo productivo; (ii) la mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero para apoyar el desarrollo del mercado de capitales y la transparencia financiera; y (iii) la mejora de la inclusión financiera para la población no bancarizada y las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYME).</p> <p>La presente operación es la primera de dos consecutivas, vinculadas técnicamente entre sí, pero financiadas de forma independiente bajo la modalidad de Préstamo Programático de Apoyo a Reformas de Política.</p>				
<p>Condiciones contractuales especiales previas al primer desembolso del financiamiento: el desembolso de los recursos del financiamiento está sujeto al cumplimiento, a satisfacción del Banco, de los compromisos sobre reformas de política, las cuales se describen en los componentes del programa y están previstas en la Matriz de Políticas (Anexo II), en adición al cumplimiento de las demás condiciones establecidas en el contrato de préstamo (¶3.2).</p>				
<p>Excepciones a las políticas del Banco: ninguna.</p>				
<p>El proyecto califica^(d): SV <input type="checkbox"/> PE <input checked="" type="checkbox"/> CC <input type="checkbox"/> CI <input type="checkbox"/></p>				

^(a) Bajo los términos de la Facilidad de Financiamiento Flexible (FN-655-1), el Prestatario tiene la opción de solicitar modificaciones al cronograma de amortización, así como conversiones de moneda y de tasa de interés, en todos los casos, sujeto a la fecha final de amortización y la VPP original. En la consideración de dichas solicitudes, el Banco tomará en cuenta condiciones de mercado y aspectos operacionales y de manejo de riesgos.

^(b) La Vida Promedio Ponderada (VPP) Original y el período de gracia podrán ser menores de acuerdo con la fecha efectiva de firma del contrato de préstamo.

^(c) La comisión de crédito y comisión de inspección y vigilancia serán establecidas periódicamente por el Directorio Ejecutivo como parte de su revisión de cargos financieros del Banco, de conformidad con las políticas correspondientes.

^(d) SV (Países Pequeños y Vulnerables), PE (Reducción de la Pobreza y Aumento de la Equidad), CC (Cambio Climático, Energía Sostenible y Sostenibilidad Ambiental), CI (Cooperación e Integración Regional).

I. DESCRIPCIÓN Y MONITOREO DE RESULTADOS

A. Antecedentes y Problemática

- 1.1 **Contexto macroeconómico.** Como producto de un programa de políticas basado en la contención de la inflación y del déficit fiscal, un tipo de cambio flexible, y una efectiva supervisión y regulación financiera, Colombia ha mantenido un crecimiento económico promedio de 4,3% anual entre 2009 y 2014, manteniendo una tasa de inflación relativamente baja, cercana al 2,5% anual¹. El buen desempeño económico, aunado a una consolidación de las cuentas fiscales y el cumplimiento de las metas de inflación ha permeado en el mercado laboral, donde se registraron tasas de desempleo de un dígito (9,1% en promedio durante 2014). Gracias a estos resultados, se produjo una disminución de la pobreza y la indigencia de 49% en 2002 a 28,5% en 2014, y de 18% a 8,1%, respectivamente. El índice Gini, aunque ha disminuido, se mantiene elevado en 53,9. Las previsiones de crecimiento para el período 2015-2017 se encuentran en torno al 4,4% anual². Sin embargo, estudios recientes³ señalan que, para lograr un crecimiento inclusivo y sostenido en el tiempo, el país deberá enfrentar una serie de desafíos, entre los que se encuentran: (i) avanzar hacia una economía de mayor complejidad y valor agregado; (ii) reforzar los puntos débiles en materia de supervisión del sector financiero; (iii) mejorar la inclusión financiera⁴; y (iv) cerrar la brecha de infraestructura, sin comprometer la estabilidad fiscal.
- 1.2 **Estructura económica y productiva.** Los principales sectores económicos del país son: sector financiero (19,7% del Producto Interno Bruto - PIB); comercio, hoteles y restaurantes (12%); industria y manufacturas (11,2%); y transporte y comunicaciones (7,3%)⁵. La estructura económica se caracteriza por la importancia de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYME), las que representan el 95% de las empresas, el 80% del empleo privado y el 35% del PIB. Pese a su crecimiento en las últimas dos décadas, la economía del país no ha promovido un cambio estructural positivo, en el sentido de avanzar hacia sectores de mayor productividad y valor agregado. Colombia presenta significativas brechas de productividad respecto a los países de ingresos medios y altos. Entre 1990 y 2011, el crecimiento de la productividad de la economía se situó en valores cercanos a cero, mientras que países como Chile y Perú experimentaron un crecimiento de 20% y 4% respectivamente. El rezago de productividad afecta principalmente a las MIPYME, las cuales alcanzan niveles de 45% respecto a la productividad de las empresas norteamericanas de similar

¹ Fondo Monetario Internacional (FMI), *2014 Article IV consultation - Staff report*, Mayo 2014.

² Banco Mundial, *Global Economic Prospects*, 2015.

³ Véase por ejemplo FMI, *Op. cit.*; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Economic Surveys*, Colombia, 2015.

⁴ Se define inclusión financiera como el acceso y el uso de servicios financieros formales y de calidad por parte de hogares y empresas, bajo un marco de estabilidad financiera para el sistema y los usuarios. Los servicios financieros incluyen pagos y transferencias, crédito, ahorro y seguros.

⁵ Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas, Producto Interno Bruto (PIB), 2014.

tamaño⁶. Cerca del 80% de los productos en los que Colombia posee ventaja comparativa corresponden al sector primario, los cuales tienen una complejidad económica comparada baja (dado que requieren de bajas capacidades tecnológicas y de capital humano para ser producidos) y, por tanto, realizan una limitada contribución al crecimiento económico⁷.

- 1.3 **El sistema financiero.** El sistema financiero cumple un rol fundamental en el crecimiento económico⁸. Un sistema financiero eficiente permite: (i) canalizar recursos hacia los actores y proyectos más productivos, estimulando el crecimiento; (ii) transformar plazos, redireccionando el ahorro de corto plazo hacia inversiones de largo plazo, y asignando recursos hacia inversiones productivas, tales como aquellas en infraestructura; (iii) suavizar el consumo de hogares y empresas a nivel intertemporal, reduciendo sus restricciones de liquidez y los *shocks* negativos sobre el bienestar; y (iv) atenuar el impacto de la volatilidad y los *shocks* macroeconómicos⁹. Si bien Colombia ha realizado importantes avances recientes en regulación y supervisión financiera¹⁰, el desarrollo de su sistema financiero es relativamente bajo comparado con otros países de la Región. En 2012, el Índice de Desarrollo Financiero del Foro Económico Mundial (FEM) ubicaba a Colombia en el puesto 46, por debajo, de Chile (29), Brasil (32) y Perú (41). De acuerdo con diferentes diagnósticos¹¹, entre los desafíos pendientes que posee el país para mejorar el desarrollo de su sistema financiero, caben destacar: (i) la ampliación del financiamiento para el desarrollo productivo, para apoyar el avance hacia una economía más productiva y compleja y cerrar la brecha de inversión en la infraestructura requerida para un crecimiento sostenido del país; (ii) la consolidación del avance en la regulación y supervisión del sistema financiero, impulsando mayor transparencia y desarrollo de los mercados de capitales, a fin de movilizar recursos y diversificar los mecanismos de financiamiento para hacer frente a las necesidades de inversión productiva, sin afectar la estabilidad fiscal; y (iii) la mejora de la inclusión financiera, para aliviar las restricciones de liquidez de hogares y empresas, mejorar sus niveles de consumo e inversión, y contribuir a reducir la vulnerabilidad y desigualdad de la población¹².

B. El Financiamiento para el Desarrollo Productivo en Colombia

- 1.4 **Acceso a financiamiento, productividad y crecimiento.** El acceso a financiamiento es un elemento crítico para incrementar la productividad y la complejidad de una economía y, con ello, estimular el crecimiento económico.

⁶ Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Reporte de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYME), 2011.

⁷ Para un análisis detallado de la relación entre valor agregado, complejidad económica y crecimiento, véase: Hausmann et al., *The Atlas of Economic Complexity*, 2011.

⁸ Beck, T.; Levine, R. y Loayza, N., "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics* 58(12), 261-300, 2000.

⁹ Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Documento de Marco Sectorial de Respaldo para PYME y Acceso y Supervisión Financieros, GN-2768, 2014.

¹⁰ Estas reformas han conferido mayor estabilidad y solidez al sistema financiero: datos del FMI muestran estabilidad en liquidez y una mejora en la morosidad (2,8% sobre el total de préstamos a 2013).

¹¹ FMI, *Op. cit.* Foro Económico Mundial, *The Global Competitiveness Report 2014-2015*, 2014.

¹² Colombia ocupaba el puesto 12 en mayor desigualdad del ingreso al 2014, entre 168 países (Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), 2014).

Un mayor acceso a financiamiento facilita: (i) la inversión a largo plazo, permitiendo el desarrollo de proyectos en sectores estratégicos y la mejora de la infraestructura productiva; (ii) la adopción de tecnologías y técnicas productivas, así como la investigación, el desarrollo y la innovación; (iii) el acceso a mercados y a segmentos de mayor valor agregado en las cadenas globales de valor; y (iv) la mitigación de la volatilidad y los *shocks* macroeconómicos sobre la economía¹³.

- 1.5 **Financiamiento productivo en Colombia.** El financiamiento al sector productivo en Colombia se caracteriza por una fuerte presencia de la banca comercial, la cual supone el 44% del total de los activos del sistema financiero (62% del PIB). Los niveles de crédito al sector privado (50% del PIB) son bajos en comparación con otros países de la Región, tales como Brasil (71%) y Chile (106%), y países de renta alta (150%)¹⁴. El costo del acceso al crédito (11%) es mayor a otros países de la Región, tales como Chile (9,3%) y México (4,2%), y a la media de países de renta alta (2,6%). El acceso a crédito se encuentra restringido para las empresas de menor tamaño. En 2013, apenas el 41% de las PYME fue sujeto de crédito, y el crédito a ese segmento apenas alcanzó el 7% del total de crédito al sector privado. Éste es un dato no menor si se tiene en cuenta el rol crítico del financiamiento para el aumento de la productividad en una economía, y la presencia preponderante de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYME) en la economía colombiana. La restricción de financiamiento es crítica en el sector agrícola, donde el 38% de los productores cuenta con acceso a crédito y el crédito al sector agrícola es el 32% del PIB del sector, por debajo del crédito al sector privado en general. Finalmente, la inversión en infraestructura también se encuentra obstaculizada por la escasez de financiamiento. Según estudios disponibles¹⁵, para lograr acelerar el crecimiento económico del país al 6% e incrementar la productividad al 2%, el país debe invertir durante el período 2012-2020 cerca del 3,3% del PIB anual en la financiación de proyectos de infraestructura. Para llegar a estos volúmenes sin comprometer la estabilidad fiscal, 1,7% del PIB de los recursos requeridos podrían provenir de sector público, pero para cubrir el 1,6% restante se necesitarían US\$50 mil millones de inversión privada.
- 1.6 **Desafíos pendientes.** Diversos diagnósticos¹⁶ señalan que Colombia posee desafíos en materia de financiamiento productivo. En primer lugar se encuentra la necesidad de fortalecer los sistemas de garantías. En efecto, mejorar la protección de los acreedores en cuanto a utilizar o recuperar garantías en casos de incumplimiento es un elemento central para el acceso al financiamiento¹⁷. Para ello, es necesario avanzar hacia mejores sistemas de información crediticia y una legislación sobre garantías mobiliarias basada en mejores prácticas internacionales, con el fin de reducir los niveles de colateral exigidos a las empresas, diversificar las fuentes de colateral, especialmente en el caso de las PYME y empresas en el sector agrícola que tienen dificultades para ofrecer

¹³ Para un análisis exhaustivo de la relación entre desarrollo financiero y productividad véase Documento de Marco Sectorial de Respaldo para PYME y Acceso y Supervisión Financieros. BID. 2014.

¹⁴ Datos correspondientes a 2013. Banco Mundial, *World Development Indicators*, 2015; OCDE, *Op. cit.*

¹⁵ Asociación Nacional de Instituciones Financieras, La inversión en infraestructura en Colombia, 2013.

¹⁶ Véase por ejemplo: Banco Mundial, *Doing Business*, 2014.

¹⁷ OCDE, *Economic Survey* - Colombia, 2015.

garantías inmobiliarias como colateral para el financiamiento. El segundo grupo de desafíos se refiere a la necesidad de fortalecer a las instituciones públicas para el financiamiento del desarrollo productivo. En efecto, la banca pública de desarrollo cumple un rol fundamental en la promoción de inversiones en sectores económicos o segmentos de mercado en los que el encuentro entre la oferta y la demanda de financiamiento enfrenta múltiples fallos de mercado, que desincentivan el accionar del sector privado. En Colombia, estos fallos son especialmente acuciantes en los sectores agrícola (debido a los riesgos asociados de clima, comercialización y precios, así como la concentración de riesgo por actividad y zonas geográficas, la limitación de colateral y los altos costos de transacción implícitos por la dispersión geográfica para prestar a escalas pequeñas) y de infraestructura (dada la fuerte presencia de externalidades y riesgos de diferente índole, tales como macroeconómicos y políticos). Frente a estos fallos de mercado, la banca pública de desarrollo puede contribuir a mejorar el acceso al financiamiento, ofreciendo recursos para inversiones productivas y mejorando las condiciones que incentiven y viabilicen la inversión privada (por ejemplo, a través de fondos públicos de garantía y esquemas de financiamiento de asociaciones público-privadas).

C. La Regulación y Supervisión del Sistema Financiero en Colombia

- 1.7 Regulación y supervisión, desarrollo del sistema financiero y crecimiento.** La adecuada regulación y supervisión del sistema financiero es clave para compatibilizar el mayor desarrollo del sistema financiero, sin comprometer su estabilidad. Ello permite evitar crisis financieras, cuyos efectos minan la confianza de los agentes en el sector financiero, limitando la expansión del ahorro y el potencial de crecimiento de la intermediación, forzando la salida de actores de los mercados de capitales, y obstaculizando la disponibilidad de financiamiento a mediano y largo plazo. La importancia de la regulación y la supervisión financiera es compartida por los análisis que evalúan los efectos de las reformas estructurales sobre el crecimiento, los cuales destacan a aquéllas como uno de los factores de mayor impacto sobre el crecimiento¹⁸.
- 1.8 Situación actual en Colombia.** Los avances en regulación y supervisión del sistema financiero en Colombia han sido reconocidos por los diagnósticos internacionales¹⁹, los cuales resaltan el impacto positivo de las reformas sobre la estabilidad del sistema. A pesar de ello, existen obstáculos que limitan el desarrollo del sistema financiero, en particular el nivel de concentración del sector financiero, el desarrollo de los mercados de capitales y la transparencia financiera. Estas limitaciones han sido también señaladas en el contexto del acceso de Colombia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), cuya hoja de ruta identifica una serie de reformas para fortalecer la regulación y supervisión del sistema financiero²⁰. Colombia presenta un elevado nivel de concentración en el sector financiero, especialmente en el sector bancario, donde tres grupos financieros poseen cerca del 66% de los

¹⁸ Norris, D. et al., *Reforms and Distance to Frontier*, IMF Discussion Note, 2013.

¹⁹ FMI, Op. cit; OCDE, Op. cit.

²⁰ Véase OCDE, *Roadmap for the accession of Colombia to the OECD Convention*, 2013.

activos totales a diciembre 2014²¹. Diagnósticos internacionales señalan que esta situación es una fuente de riesgo sistémico y destacan la necesidad de fortalecer la regulación y supervisión financiera en esta área²². Por su parte, el mercado de capitales de Colombia se encuentra rezagado, con un nivel de capitalización equivalente al 63% del PIB frente, por ejemplo, al 67% de Brasil, y al 130% de Chile²³. Asimismo, se encuentra concentrado en el emisor soberano, mientras que emisores no soberanos representan 4% del PIB. El mercado de bonos corporativos se encuentra concentrado en emisores con alta calificación de riesgo (80% de los títulos poseen una calificación AAA, y el restante 20% corresponde a títulos con calificación AA+)²⁴, no hay emisores con una calificación de AA o menos. Entre las causas del bajo nivel de desarrollo de estos mercados, se encuentran: (i) los costos y tiempos de los procesos de oferta pública, y sus requerimientos de emisión, divulgación de información al público y registro, que afecta la participación en el mercado de PYME y de emisores por una sola vez (por ejemplo proyectos de infraestructura); (ii) el limitado apetito de riesgo que tienen los inversionistas ante posibles volatilidades en los precios de mercado; y (iii) los dispendiosos requisitos para la participación de inversionistas internacionales en el mercado, que desincentivan la participación de inversores no tradicionales en proyectos tales como los de infraestructura, a través de mecanismos de asociaciones público-privadas. En lo que respecta a la transparencia financiera, episodios recientes²⁵ evidencian que el país necesita continuar y profundizar las reformas del sistema financiero, a fin de conferir mayor seguridad y claridad a los inversores, y preservar el buen funcionamiento y la transparencia del sistema. Buenas prácticas internacionales²⁶ en transparencia financiera sugieren que una mayor y más eficaz supervisión y una mayor disponibilidad de información confiable acerca de las operaciones y entidades partícipes en el sistema, son elementos indispensables para asegurar una mejor gestión de riesgos financieros y reducir la probabilidad de ocurrencia de una crisis sistémica, con el consiguiente efecto negativo que ello supone para el crecimiento de un país.

- 1.9 **Desafíos pendientes.** Visto en contexto actual y con el fin de mejorar el funcionamiento del sistema, Colombia necesita avanzar en: (i) el fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero; y (ii) la mejora de la transparencia financiera. En relación al primer desafío, es necesario implementar reformas para fortalecer la supervisión de conglomerados financieros, simplificar los requisitos que enfrentan los potenciales emisores para participar en el

²¹ Según datos obtenidos de la Superintendencia Financiera de Colombia.

²² FMI, *Op. cit.*

²³ FEM, *The Financial Development Report 2012*, 2012.

²⁴ Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), Documento conceptual: Reforma Normativa Segundo Mercado, 2013.

²⁵ En noviembre 2012, se presentó un incumplimiento de pago de Interbolsa S.A., una de las comisionistas de bolsa de mayor tamaño e interconectividad en Colombia. La comisionista fue intervenida por la Superintendencia Financiera y la negociación de su acción fue suspendida por la Bolsa de Valores de Colombia. Dado que la firma terminó siendo liquidada, su acción no volvió a transarse. Estudios del Banco de la República evidencian que este episodio afectó la confianza de los inversores en el sistema financiero y los rendimientos de las firmas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Véase: Gómez, J. y Melo, L., "Efectos de 'ángeles caídos' en el mercado accionario colombiano: estudio de eventos del caso Interbolsa", *Ensayos sobre Política Económica* 32(75), pp. 23-27, Editorial Banco de la República, 2014.

²⁶ OCDE, *Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation*, 2010.

mercado de capitales, así como mejorar la transparencia y la gestión de riesgos para incentivar la participación de inversionistas de menor sofisticación. En relación al segundo desafío, Colombia necesita incrementar la disponibilidad y la confiabilidad de la información financiera.

D. La Inclusión Financiera en Colombia

- 1.10 Inclusión financiera, crecimiento y reducción de la vulnerabilidad.** La literatura económica evidencia que una mayor participación de la población en el sistema financiero, a través de la inclusión financiera, estimula el crecimiento y reduce la desigualdad y la pobreza²⁷. En efecto, una mayor inclusión financiera posibilita un mayor flujo de recursos para hogares y empresas, o un manejo más eficiente y seguro de los mismos, lo que a su vez permite enfrentar mejor choques adversos para suavizar el consumo, mejorar las oportunidades económicas, de educación y de salud, y mejorar los niveles de inversión. Por otro lado, el acceso y uso de pagos electrónicos brinda beneficios asociados a menores costos de transacción para los hogares, reflejado en menores costos físicos y de oportunidad generando ahorros que pueden resultar en un menor desgaste de activos²⁸. Todo ello posee efectos positivos en reducir la vulnerabilidad, desigualdad y pobreza de la población.
- 1.11 Inclusión financiera en Colombia.** A pesar de los avances en el acceso a servicios financieros a través de Corresponsales No Bancarios (CNB) y de banca electrónica²⁹ y los esfuerzos para bancarizar a los receptores del subsidio gubernamental Familias en Acción, Colombia presenta niveles de inclusión financiera inferiores a la media de la Región. Se estima que apenas el 30% de los adultos utiliza activamente una cuenta en una institución financiera formal, proporción que llega al 15% para los adultos en los dos quintiles más pobres (frente al promedio regional del 39% y el 25%, respectivamente). Datos recientes³⁰ muestran una brecha de género en Colombia: mientras el 36% de hombres posee una cuenta en una institución financiera formal, solo el 25% de las mujeres lo hace. Esta proporción es baja comparada con el promedio mundial (46% de las mujeres), de países de ingreso medio y bajo (37%), y regional (35%). En otros servicios, la brecha alcanza 9 y 6 puntos en el uso de tarjetas de débito y crédito, respectivamente, y 4 puntos en pagos electrónicos. Si bien se requiere de un análisis para entender este comportamiento, la falta sistémica de datos e información desagregada por género impide realizar un diagnóstico adecuado. El rezago en la inclusión financiera también es relevante en la distribución geográfica de los hogares: el 26% de los hogares rurales y el 34% de los hogares urbanos posee una cuenta (frente al promedio regional del 36% y el 46%, respectivamente). Sólo el 49% de dichas cuentas se encontraba activa y el 93,5% del total mantenía un saldo inferior a cinco veces el salario mínimo legal mensual en 2013. Los retos en uso se reflejan en que sólo el 60%

²⁷ Véase Karpowicz, I., *Financial Inclusion, Growth and Inequality: A model application to Colombia*, IMF Working Paper, 2014; Park, I. y Mercado, F., *Financial Inclusion, Poverty, and Income Inequality in Asia*, Asian Development Bank, Working Paper, 2015.

²⁸ Jenny Aker et al., *Zap It to Me: The Short-Term Impacts of a Mobile Cash Transfer Program*, 2011.

²⁹ La cobertura de canales de acceso de los bancos prácticamente alcanza todo el país. FEM, *Op. cit.*

³⁰ Banco Mundial, *Global Findex*, 2014.

de los CNB transa activamente y el 17% se encuentra en municipios rurales³¹. Por su parte, en 2013 sólo el 41% de las PYME poseía un préstamo bancario o línea de crédito, frente al 72% de las grandes empresas³².

- 1.12 **Desafíos pendientes.** La baja inclusión financiera de Colombia puede ser explicada por el elevado costo de las transacciones financieras y la falta de oferta de productos financieros acordes con las necesidades de la población excluida³³. El primero se debe a los altos requerimientos regulatorios (i.e. encajes, inversiones forzosas), gravámenes (impuestos de transacciones financieras), y altos costos operativos, los cuales acentúan el uso del efectivo. El segundo se explica por los altos costos fijos operativos frente al bajo valor unitario de las transacciones y la alta dispersión geográfica, para lo cual se requiere desarrollar canales alternativos de productos financieros simplificados para adecuarse a las necesidades de consumidores con bajas capacidades financieras. Si bien el país ha avanzado en inclusión financiera, una mayor inclusión de la población colombiana podrá alcanzarse a través de la adopción de una estrategia integrada y coordinada, que comprenda mejoras en: (i) la simplificación de trámites y requisitos para el acceso a servicios financieros; y (ii) la ampliación de productos y canales alternativos para el acceso a servicios financieros.
- 1.13 **Experiencia del Banco y lecciones aprendidas.** El programa es consistente con el trabajo realizado por el Banco en: (i) el marco del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) (ATN/FI-12889-RG, ATN/OC-14371-RG y ATN/OC-13779-RG); (ii) la implementación de estándares regulatorios y de supervisión en los mercados de microseguros en Latinoamérica (ATN/SF-9621-RG); (iii) el apoyo al desarrollo de la banca móvil a los caficultores (ATN/KK-10577-CO); (iv) el impulso y masificación de la factura electrónica (3155/OC-CO); (v) el apoyo a estudios de preinversión en proyectos regionales de infraestructura (ATN/OC-14753-CO) a ser ejecutada por la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN); y (vi) la Alianza público-privada del perímetro oriental de Bogotá (CO-L1159), operación sin garantía soberana en preparación. El programa es complementario con las operaciones en apoyo de Bancóldex (2080/OC-CO, 2193/OC-O y 2949/OC-CO bajo la CCLIP CO-X1007, y 2783/TC-CO) y Financiera de Desarrollo Territorial (FINDETER) (1967/OC-CO, 2314/OC-CO y 2768/OC-CO bajo la CCLIP CO-X1003), por un total de US\$700 millones, que han apoyado el financiamiento a más de 22.000 MIPYME. El programa recoge las lecciones aprendidas del Banco en el diseño de préstamos para reformas de política: (i) una adecuada secuenciación de las reformas debe tener en cuenta las capacidades de las instituciones involucradas y definir una lógica horizontal de avance progresivo en reformas que combine el avance normativo con la mejora en las capacidades técnicas; (ii) las reformas previstas deben incorporar los intereses y capacidades de los organismos destinados a implementarlas para mejorar su efectividad; (iii) la fijación de

³¹ MHCP, Estrategia de Inclusión Financiera, 2014; Cuellar, M., Avances y retos de la inclusión financiera en Colombia, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, 2014.

³² El acceso al financiamiento para las PYME es crucial debido a que: (i) permite a las empresas capitalizarse, invertir e innovar (BID, *Op. cit.*); y (ii) las PYME son relevantes en Colombia (§1.2).

³³ Según el FEM, Colombia tiene el puesto 114 en Costo de los servicios financieros (*The Global Competitiveness Report 2014-2015*).

incentivos ligados al cumplimiento de objetivos preestablecidos debe tener un impacto positivo para el éxito de las reformas; y (iv) debe existir una adecuada coordinación entre los diferentes órganos que participan en el diseño de las reformas³⁴. Estas lecciones han sido incorporadas al diseño del programa de forma de asegurar que las reformas sean aprobadas y se puedan implementar efectivamente, sean aceptadas por parte de los agentes del sistema financiero, y tengan una secuencia lógica de hitos a seguir en el tiempo.

E. Alineación Estratégica y Coordinación con Otros Donantes

- 1.14 **Alineación estratégica.** La operación se encuentra alineada con el objetivo prioritario establecido en la Estrategia de País con Colombia, versión revisada (GN-2648-1), relativo a Mejorar los niveles de profundización de la bancarización, dentro del sector de Acceso a Servicios Financieros. Este sector ha sido identificado por el Gobierno como un área prioritaria, al alinearse con: (i) las prioridades establecidas en el Plan Nacional de Desarrollo de Colombia 2014-2018 que establece dentro de sus objetivos mejorar el acceso a servicios financieros y desarrollar los mercados de capitales; y (ii) las áreas de política identificadas para la adhesión de Colombia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)³⁵. El programa contribuirá a las prioridades de financiamiento del Noveno Aumento General de Recursos del BID (AB-2764) (GCI-9) de “Reducción de la Pobreza y Fortalecimiento de la Equidad”, al incorporar iniciativas de inclusión financiera que permitan reducir la vulnerabilidad de la población no bancarizada en Colombia a través de la creación de nuevos productos financieros de ahorro y de financiamiento para dar acceso a segmentos actualmente desatendidos en el país. Asimismo contribuirá a la meta regional de: “porcentaje de empresas que utilizan servicios bancarios para financiar inversiones”, tal como se define en el Marco de Resultados. La operación se encuentra alineada con el Documento de Marco Sectorial de Respaldo para PYME y Acceso y Supervisión Financieros (GN-2768-3), en el desarrollo de reformas institucionales y normativas para promover el acceso al financiamiento. Adicionalmente, se alinea con la Estrategia Sectorial sobre las Instituciones para el Crecimiento y el Bienestar Social (GN-2587-2), a través de: (i) incrementar la productividad y crecimiento de las PYME; y (ii) ofrecer acceso a los servicios financieros a la mayoría.
- 1.15 **Coordinación con otros donantes.** Esta operación está coordinada y es complementaria a las acciones de cooperación técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI) en la estabilidad del sistema financiero, así como a la asistencia técnica del Banco Mundial para mejorar la capacidad institucional del gobierno en cuanto al fortalecimiento de la regulación y supervisión financiera, el desarrollo de mercados de capitales y de la inclusión financiera, así como el aporte realizado por el Grupo del Banco Mundial al capital de la FDN para apoyar la inversión en infraestructura.

³⁴ Véase por ejemplo 3177/BL-NI, 3326/OC-DR y la Evaluación del Programa de País: Panamá 2010-2014, de la Oficina de la Evaluación y Supervisión.

³⁵ Véase OCDE, Op. cit.

F. Programa Propuesto

- 1.16 **Objetivos.** El objetivo del programa de reformas de políticas es mejorar la contribución del sistema financiero al crecimiento de Colombia a través de: (i) el aumento del financiamiento para el desarrollo productivo; (ii) la mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero para apoyar el desarrollo del mercado de capitales y la transparencia financiera; y (iii) la mejora de la inclusión financiera para la población no bancarizada y las MIPYME.
- 1.17 **Beneficiarios.** Las reformas del programa son de carácter transversal y están dirigidas a superar restricciones financieras y regulatorias que obstaculizan el adecuado funcionamiento del sistema financiero, y su respectiva contribución al crecimiento. El componente de inclusión financiera tiene particular énfasis en la población no bancarizada y las MIPYME con el fin reducir su vulnerabilidad. Dado este objetivo, y el carácter amplio de las reformas, se espera que este programa beneficie al conjunto de actores de la economía. El programa se desarrolla a través de cuatro componentes:
- 1.18 **Componente I. Estabilidad macroeconómica.** El objetivo de este componente es asegurar un contexto macroeconómico congruente con los objetivos del programa según establecido en la Matriz de Políticas.
- 1.19 **Componente II. Mejora del financiamiento para el desarrollo productivo.** Consistente con las áreas de reforma señaladas dentro del proceso de acceso a la OCDE, este componente introduce reformas en dos direcciones:
- a. **Fortalecimiento a los sistemas de garantías para el desarrollo productivo.** Con la finalidad de incrementar el acceso a financiamiento para el sector productivo, en la primera operación se contempla: (i) la entrada en vigencia de la Ley de Garantías Mobiliarias; (ii) la reglamentación del funcionamiento del Registro de Garantías Mobiliarias; (iii) la aprobación de formularios de registro y derechos de registro del Registro de Garantías Mobiliarias; (iv) la aprobación de la Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018, dentro del cual se crea el Registro Único de Factura Electrónica; y (v) la elaboración y publicación para consulta pública del proyecto de Decreto que reglamenta las condiciones de la masificación de la Factura Electrónica. La segunda operación apoyará: (i) la reglamentación de la ejecución de garantías mobiliarias y el establecimiento de sus mecanismos de valoración; (ii) la creación y reglamentación del Registro Único de Factura Electrónica; y (iii) la reglamentación para la Masificación de la Factura Electrónica. Las reformas permiten ampliar la oferta de financiamiento, particularmente para las MIPYME, a través de la utilización de activos móviles y el descuento de facturas electrónicas como garantía de préstamos y a través de registros únicos que proveen información transparente y una asignación específica de valores para asegurar una debida protección crediticia para los acreedores.
 - b. **Fortalecimiento de las instituciones públicas para el financiamiento del desarrollo productivo.** Para fomentar el acceso a financiamiento a sectores subatendidos de la economía, en especial agrícolas y de infraestructura, así como incentivar una mayor participación del sector

privado en tales sectores, la primera operación se contempla: (i) la reforma de los Estatutos de la FDN, para enfocarse primordialmente a la estructuración y financiamiento de proyectos de infraestructura; (ii) la adopción de compromisos por parte de la Nación³⁶, como accionista mayoritario de la FDN, para garantizar la aplicación de mejores prácticas de gobierno corporativo en la FDN; (iii) la modificación de la cuantía máxima individual de crédito para la FDN; (iv) la aprobación de la Ley de financiamiento para la reactivación del sector agropecuario; y (v) la emisión de circulares de reglamento operativo del Fondo Agropecuario de Garantías. En la segunda operación se contempla: (i) la suscripción de los cierres financieros de contratos de concesión de infraestructuras de cuarta generación; (ii) la emisión de nuevos instrumentos financieros para promover la estructuración de proyectos de concesión de cuarta generación; (iii) la publicación para consulta pública del proyecto de reglamentación del financiamiento para la reactivación del sector agropecuario; (iv) la revisión de cupos de concentración de crédito del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario; y (v) la ampliación del espectro de pólizas de seguros para el sector agropecuario. Las reformas permiten reducir la brecha de inversión en infraestructura de Colombia a través de la reformulación de los objetivos y estatutos de la FDN, para que tenga un rol más contundente en el financiamiento directo a los proyectos de infraestructura y la estructuración financiera, movilizandolos recursos de inversionistas del sector privado. En este sentido, el mecanismo activador para una segunda operación será la misma suscripción de contratos de concesión, así como la emisión de nuevos instrumentos financieros por parte de la FDN. Las medidas que apoyen el financiamiento rural pretenden fortalecer el crecimiento económico del sector agrícola.

1.20 Componente III. Mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero. Este componente introduce reformas en dos direcciones importantes:

a. Fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero.

A fin de mejorar el funcionamiento del sistema financiero Colombiano e incrementar y diversificar las fuentes de financiamiento para el sector productivo, la primera operación contempla: (i) la reforma normativa del esquema de Segundo Mercado³⁷, incluida la simplificación de requisitos de documentación para emisores; (ii) la elaboración y publicación para consulta pública del proyecto de Decreto que modifica el Régimen de Inversiones Internacionales; (iii) la regulación sobre la expedición de instrumentos híbridos para la capitalización de establecimientos de crédito; (iv) la aprobación del Nuevo Código País de Mejores Prácticas Corporativas; (v) la publicación de la regulación sobre mecanismos de estabilización de precios; (vi) la modificación a las disposiciones sobre límites individuales de crédito, regímenes de inversión de los recursos de los fondos de cesantías, fondos de pensiones obligatorias, y portafolio que respalda las reservas técnicas de

³⁶ Comunicado público emitido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

³⁷ Consiste en la negociación de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores se efectúa con requisitos simplificados y cuya adquisición sólo la pueden realizar inversionistas autorizados.

las compañías de seguros de vida; y (vii) la publicación para consulta pública del proyecto de Decreto de administración de portafolio de terceros. En la segunda operación se contempla: (i) la aprobación del Régimen de Inversiones Internacionales; (ii) la presentación al Congreso de la República del Proyecto de Ley de supervisión de conglomerados e independencia de la Superintendencia Financiera; (iii) la revisión del régimen de capital para los agentes del mercado bursátil componentes de patrimonio técnico y los riesgos operacionales; (iv) la implementación del marco integral de supervisión basada en riesgos para gobierno corporativo; (v) la modificación a las disposiciones sobre administración de portafolio de terceros; y (vi) la revisión de la normativa en las áreas de la asesoría en el mercado de valores, de la integración de mercados financieros a través de la ampliación de instrumentos financieros de renta fija y derivados, y de los contratos de corresponsalia y oficinas de representación para la oferta de productos de mercados de capitales del exterior. Las reformas pretenden dinamizar los mercados de capitales, simplificando los requisitos para ampliar el acceso a emisores más pequeños y promoviendo la participación de inversionistas menos sofisticados y de inversionistas internacionales. Se plantean medidas para fortalecer la regulación y la supervisión del sistema financiero, mejorando las normas de conducta de los participantes ante los consumidores del sistema y reforzando las potestades del Ente supervisor.

- b. **Fortalecimiento de la transparencia financiera.** La primera operación contempla: (i) la actualización de las instrucciones aplicables a las entidades vigiladas; (ii) la reglamentación sobre la solvencia de las empresas de *factoring*; (iii) la aprobación de la Ley de información para los consumidores de los servicios financieros; (iv) la publicación para comentarios de los proyectos de Decreto para precios transparentes del sistema general de pensiones y para los clientes de establecimientos de crédito; y (v) la convergencia a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La segunda operación contempla: (i) la aprobación de las disposiciones para precios transparentes del sistema general de pensiones y para los clientes de los establecimientos de crédito; y (ii) las actualizaciones del marco de NIIF. Las reformas propuestas pretenden reforzar los lineamientos prudenciales de los participantes del sistema financiero, así como la diseminación de la información contable y la información necesaria para una adecuada protección a los consumidores de los servicios financieros. Sobre las medidas de solvencia para empresas de *factoring* y de precio transparente, aunque no se prevé medidas de continuación para una segunda operación, se pudiera requerir actualizaciones a las normas una vez que hayan sido implementadas y que se identifiquen necesidades de ajustes.

1.21 **Componente IV. Mejoras de la inclusión financiera.** Este componente introduce reformas en dos direcciones fundamentales:

- a. **Mejoras de la oferta de productos y canales para la inclusión financiera.** Con el fin de incrementar la inclusión financiera de la población colombiana, a través de una mayor oferta de productos y canales, así como también la simplificación de requisitos para el acceso a servicios financieros, la primera operación contempla: (i) la aprobación de la Ley de Inclusión

Financiera, que crea las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos como nuevo canal de distribución de productos financieros; (ii) la publicación para consulta pública del proyecto de Decreto que reglamenta la Ley de Inclusión Financiera; (iii) la creación del Crédito de Consumo de Bajo Monto; (vi) la emisión de la certificación del interés bancario corriente para el Crédito de Consumo de Bajo Monto; (v) la reglamentación para habilitar la distribución de seguros por corresponsales bancarios; y (vi) la regulación de tarifas de acceso a canales móviles para la prestación de servicios financieros móviles. En la segunda operación se contempla: (i) la reglamentación de la Ley de Inclusión Financiera; (ii) la actualización de la certificación del interés bancario corriente para la modalidad de Crédito de Consumo de Bajo Monto; (iii) el diagnóstico de las barreras tributarias para la formalización y creación de ecosistemas de pago; (iv) el diagnóstico de la normativa del sistema financiero para ampliar el acceso a servicios financieros para mujeres; y (v) la elaboración del Plan de Acción sobre la revisión del marco regulatorio para la protección del consumidor, información y canales de distribución de seguros inclusivos. Las reformas planteadas permiten desarrollar servicios financieros con requisitos simplificados para ampliar el porcentaje de adultos con al menos un producto financiero, profundizar su utilización, y mejorar la eficiencia en los costos de operación y mantenimiento para la prestación de los servicios. Las autoridades continuarán realizando estudios en ámbitos complementarios de reglamentación tributaria y pólizas de seguro para identificar oportunidades de reformas con el fin de incentivar la profundización en la utilización de los servicios. La conclusión de estos diagnósticos se considerará como un mecanismo activador para la segunda operación.

- b. **Mejora de la institucionalidad para aumentar la inclusión financiera.** Con el propósito de contar con un marco institucional efectivo y coordinado en la implementación de políticas públicas para mejorar la inclusión financiera en Colombia, la primera operación contempla: (i) la elaboración y publicación para consulta del Proyecto de Decreto de creación y establecimiento de una Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera; (ii) la creación y establecimiento de una Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera; y (iii) la aprobación de la circular sobre el requerimiento de información para evaluar la inclusión financiera en la industria aseguradora. La segunda operación contempla: (i) la creación y establecimiento de una Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera; y (ii) el diagnóstico, recomendaciones y adopción de un plan de acción de mejora de la educación económica y financiera. Se espera que las medidas planteadas logren establecer un marco de coordinación efectiva entre los participantes públicos del sistema financiero, para adelantar la agenda del país en inclusión financiera y de educación económica y financiera.

G. Indicadores de Resultados

- 1.22 El indicador clave para medir el impacto del programa será el crecimiento del PIB, que se espera que incremente en 0,24 puntos porcentuales por encima de lo que hubiera crecido el PIB en un escenario sin reforma. Los resultados del programa se medirán de la siguiente manera: (i) el crédito al sector privado

como porcentaje del PIB; (ii) porcentaje de empresas con crédito o línea de crédito; (iii) el número de cierres financieros de contratos de concesión de cuarta generación; (iv) crédito al sector agrícola sobre PIB del sector agrícola; (v) el promedio valor de las garantías requeridas para obtener un préstamo en proporción al monto requerido; (vi) nuevas emisiones inscritas en la bolsa de valores; (vii) cambio en el diferencial (*spread*) promedio entre tasas activas y pasivas; (viii) el porcentaje de adultos con al menos un producto financiero; y (ix) cambio en monto saldos mínimos en cuentas de ahorro en principales bancos. Los objetivos se lograrían mediante los siguientes productos: (i) 14 normas publicadas; (ii) 17 resoluciones publicadas; y (iii) 9 comunicaciones emitidas. Véase la [Matriz de Resultados](#).

H. Análisis Económico

- 1.23 El análisis económico aproxima el impacto de las reformas apoyadas en la tasa de crecimiento de mediano plazo. Las cuantificaciones se basan en un modelo de equilibrio general de desarrollo financiero propuesto por Dabla-Norris y otros (2014)³⁸ y que fuera calibrado para Colombia por Karpowicz (2014)³⁹. Los resultados centrales fueron sensibilizados para un rango amplio de parámetros. Los flujos reales de beneficios, descontados a una tasa del 12%, muestran resultados positivos de US\$10 mil millones, con alto grado de tolerancia en los escenarios de sensibilización. Para la evaluación de los impactos del programa, se propone la utilización de un modelo de equilibrio general, ya que existe una calibración para Colombia que muestra su viabilidad y, además, se ha confirmado con las autoridades pertinentes del Banco Mundial la disponibilidad de los datos necesarios para recalibrar el modelo dentro con valores de 2019 (ver detalles en el [Análisis Económico](#) del programa).

II. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y PRINCIPALES RIESGOS

A. Instrumento de Financiamiento

- 2.1 La presente operación es la primera de dos consecutivas, vinculadas técnicamente entre sí, pero financiadas de forma independiente bajo la modalidad de Préstamo Programático de Apoyo a Reformas de Política (PBP). El monto de la primera operación es de hasta US\$500 millones, lo cual se ha determinado en función de las necesidades de financiamiento externo que tiene el país (US\$5.000 millones en 2015). Esta operación supone el 10% de dichas necesidades. El monto de la segunda operación se decidirá en el ejercicio correspondiente de programación y con base en las necesidades del país. La modalidad programática se alinea dentro del contexto del documento “Préstamos en Apoyo de Reformas de Política: Directrices sobre Preparación y Aplicación” (CS-3633-1), para facilitar un diálogo de política entre el país y el Banco, brindar los plazos necesarios para que las reformas se implementen, y dar oportunidad para evaluar los avances logrados en la primera operación

³⁸ Dabla-Norris, Era, Ji, Yan, Townsend, Robert and Filiz Unsal, “Financial Deepening, Growth, and Inequality: A Structural Framework for Developing Countries”, 2014.

³⁹ Karpowicz, Ms Izabela. *Financial Inclusion, Growth and Inequality: A Model Application to Colombia*. No. 14-166. International Monetary Fund, 2014.

y ajustar las reformas en función del conocimiento que se adquiera. Se espera que la segunda operación profundice los aspectos iniciados bajo la primera.

B. Riesgos Ambientales y Sociales

- 2.2 Esta operación no requiere clasificación de acuerdo con la directiva B.13 de la Política de Medio Ambiente y Cumplimiento de Salvaguardias del Banco (GN-2208-20 y OP-703), debido a que es una operación de carácter programático.

C. Otros Riesgos del Proyecto

- 2.3 El riesgo macroeconómico y de sostenibilidad fiscal es considerado medio. Para mitigarlo, el equipo de proyecto realizará acciones periódicas de seguimiento de la coyuntura macroeconómica. Para asegurar la sostenibilidad fiscal de las reformas, las mismas han sido diseñadas de modo tal que provean beneficios y no sean onerosas para las finanzas públicas. Por su parte, las metas del programa se encuentran alineadas con los objetivos del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 y con la hoja de ruta establecida para el ingreso de Colombia a la OCDE.

III. PLAN DE IMPLEMENTACIÓN Y GESTIÓN

A. Resumen de los Arreglos para la Implementación

- 3.1 El organismo ejecutor será el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), que llevará a cabo el programa en coordinación con el Departamento Nacional de Planeación, que actuará como Coordinador Técnico, y otras entidades involucradas en la ejecución⁴⁰ y monitoreará el avance en el cumplimiento de las condiciones del programa, a través de reuniones de seguimiento semestral con los representantes de las entidades involucradas y el envío de un informe semestral al BID.
- 3.2 **Cláusulas contractuales especiales.** El desembolso de los recursos del financiamiento está sujeto al cumplimiento, a satisfacción del Banco, de los compromisos sobre reformas de política, las cuales se describen en los componentes del programa y están previstas en la Matriz de Políticas (Anexo II), además del cumplimiento de las demás condiciones establecidas en el contrato de préstamo.

B. Resumen de los Arreglos para el Monitoreo de Resultados

- 3.3 La implementación del programa será monitoreada por la Unidad de Regulación Financiera del MHCP. El prestatario y el Banco mantendrán reuniones semestrales para revisar el cumplimiento de las condiciones requeridas para el

⁴⁰ El Congreso de la República, el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, la Superintendencia Financiera, la Comisión de Regulación de Comunicaciones, la Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera, la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera, y la Financiera de Desarrollo Nacional, entre ellas.

segundo programa. Al final del programa, el Banco preparará un Informe de Terminación de Proyecto y una evaluación ex post basado en un modelo de equilibrio general para aproximar el impacto en el crecimiento económico en el sistema financiero luego de la implementación de las reformas. Para mayor detalle, véase el [Plan de Seguimiento y Evaluación](#).

C. Carta de Política

- 3.4 La Matriz de Políticas para el programa está alineada con la [Carta de Política](#) correspondiente, emitida por la República de Colombia, en la que se reafirma el compromiso del gobierno de implementar las actividades acordadas con el Banco.

Matriz de Efectividad en el Desarrollo				
Resumen				
I. Alineación estratégica				
1. Objetivos de la estrategia de desarrollo del BID		Alineado		
Programa de préstamos		-Préstamos para reducción de la pobreza y promoción de la equidad		
Metas regionales de desarrollo		-Porcentaje de firmas que usan a los bancos para financiar las inversiones		
Contribución a los productos del Banco (tal como se define en el Marco de Resultados del Noveno Aumento)				
2. Objetivos de desarrollo de la estrategia de país		Alineado		
Matriz de resultados de la estrategia de país		GN-2648-1	Mejorar los niveles y profundización de la bancarización.	
Matriz de resultados del programa de país		GN-2805	La intervención está incluida en el Programa de Operaciones de 2015.	
Relevancia del proyecto a los retos de desarrollo del país (si no se encuadra dentro de la estrategia de país o el programa de país)				
II. Resultados de desarrollo - Evaluabilidad		Evaluable	Ponderación	Puntuación máxima
		8.2		10
3. Evaluación basada en pruebas y solución		9.6	33.33%	10
3.1 Diagnóstico del Programa		3.0		
3.2 Intervenciones o Soluciones Propuestas		3.6		
3.3 Calidad de la Matriz de Resultados		3.0		
4. Análisis económico ex ante		7.0	33.33%	10
4.1 El programa tiene una TIR/VPN, Análisis Costo-Efectividad o Análisis Económico General		2.5		
4.2 Beneficios Identificados y Cuantificados		2.0		
4.3 Costos Identificados y Cuantificados		2.0		
4.4 Supuestos Razonables		0.0		
4.5 Análisis de Sensibilidad		0.5		
5. Evaluación y seguimiento		8.1	33.33%	10
5.1 Mecanismos de Monitoreo		1.5		
5.2 Plan de Evaluación		6.6		
III. Matriz de seguimiento de riesgos y mitigación				
Calificación de riesgo global = magnitud de los riesgos*probabilidad		Bajo		
Se han calificado todos los riesgos por magnitud y probabilidad		Sí		
Se han identificado medidas adecuadas de mitigación para los riesgos principales		Sí		
Las medidas de mitigación tienen indicadores para el seguimiento de su implementación		Sí		
Clasificación de los riesgos ambientales y sociales		B.13		
IV. Función del BID - Adicionalidad				
El proyecto se basa en el uso de los sistemas nacionales				
Fiduciarios (criterios de VPC/FMP)		Sí	Administración financiera: Presupuesto, Tesorería, Contabilidad y emisión de informes, Controles externos, Auditoría interna.	
No-Fiduciarios				
La participación del BID promueve mejoras adicionales en los presuntos beneficiarios o la entidad del sector público en las siguientes dimensiones:				
Igualdad de género				
Trabajo				
Medio ambiente				
Antes de la aprobación se brindó a la entidad del sector público asistencia técnica adicional (por encima de la preparación de proyecto) para aumentar las probabilidades de éxito del proyecto				
La evaluación de impacto ex post del proyecto arrojará pruebas empíricas para cerrar las brechas de conocimiento en el sector, que fueron identificadas en el documento de proyecto o el plan de evaluación.		Sí	Se generarán simulaciones a partir de modelos de equilibrio general para generar evidencia que permita cerrar brechas de conocimiento en el sector (ver Plan de Monitoreo y Evaluación).	

El "Programa de apoyo a la reforma del sistema financiero de Colombia" (CO-L1144) es el primero de dos préstamos programáticos de apoyo a reformas de política. El objetivo de este programa de reformas es mejorar la contribución del sistema financiero al crecimiento económico de Colombia a través de (i) el aumento del financiamiento para el desarrollo productivo; (ii) la mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero para apoyar el desarrollo del mercado de capitales y la transparencia financiera; (iii) la mejora de la inclusión financiera para la población no bancarizada y las MIPYME.

La lógica vertical es consistente: diagnosticados los retos por resolver (baja penetración financiera entre firmas de menor escala - debido entre otros a altas exigencias de garantías -; supervisión y regulación bancaria por fortalecer; poca liquidez del mercado de capitales; y baja participación de los ciudadanos en el sistema de ahorro y crédito bancarizado) las propuestas de actividades y productos (leyes, regulaciones, instituciones fortalecidas, etc.) están alineadas y buscan sentar las bases normativas e institucionales para reducir los costos de participación de firmas y ciudadanos, reduciendo las trabas al financiamiento de actividad económica. Los indicadores de la matriz de resultados permitirán hacer seguimiento de productos y medir a través de la propuesta de evaluación los resultados de la reforma.

Tanto el análisis económico como el plan de evaluación descansan sobre un modelo micro-fundado de equilibrio general desarrollado por el Fondo Monetario Internacional para medir el efecto de este tipo de programas. El modelo permite simular la evolución de las variables de interés relevantes (como crecimiento económico), afectadas por cambios en los parámetros de interés (por ejemplo, nivel de exigencia de garantías, costo de participación, etc.). La ventaja de contar con este modelo descansa en dos aspectos: primero, la información necesaria para hacer las estimaciones existe y se actualiza con frecuencia suficiente para hacer seguimiento del programa según el plan de monitoreo y evaluación, y segundo, existe un grupo de funcionarios del FMI que puede dar apoyo y sugerencias en las calibraciones y simulaciones. La desventaja es que por ahora, esos funcionarios son quienes realizan los ejercicios cuantitativos, lo que limita la posibilidad de aprender con mayor exactitud las dinámicas y los órdenes de magnitud de los efectos de interacciones de las variables en el modelo.

MATRIZ DE POLÍTICAS

Objetivos de Política	Medidas de Política Acordadas Programa I	Mecanismos Activadores Acordados Programa II
Componente I: Estabilidad macroeconómica		
a. Mantener un entorno macroeconómico consistente con los objetivos del programa y con los lineamientos de la carta de política sectorial.	El entorno macroeconómico es consistente con los objetivos del programa y con los lineamientos de la carta de política sectorial.	El entorno macroeconómico sigue siendo consistente con los objetivos del programa y con los lineamientos de la carta de política sectorial.
Componente II: Mejora del financiamiento para el desarrollo productivo		
a. Fortalecimiento a los sistemas de garantías para el desarrollo productivo.	<p>Se han adoptado medidas para mejorar el acceso al financiamiento productivo por parte de las firmas colombianas, incluidas como mínimo las siguientes medidas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Ley por la cual se promueve el acceso al crédito y se dictan normas sobre garantías mobiliarias (Ley de Garantías Mobiliarias) ha sido aprobada por parte del Congreso de la República y ha entrado en vigencia. • El Decreto que reglamenta el funcionamiento del Registro de Garantías Mobiliarias ha sido emitido por el Gobierno Nacional (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo). • Los formularios de registro y derechos de registro del Registro de Garantías Mobiliarias han sido aprobados por parte del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. • La Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 que crea el Registro Único de Factura Electrónica ha sido aprobada por el Congreso de la República. • El proyecto de Decreto que reglamenta las condiciones para la masificación de la Factura Electrónica ha sido elaborado y publicado para consulta pública por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). 	<p>Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto que reglamenta la ejecución de garantías mobiliarias por parte de las entidades de crédito ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • La Circular sobre mecanismos de valoración de las garantías mobiliarias ha sido emitida por la Superintendencia Financiera. • El Registro Único de Factura Electrónica ha sido creado mediante la Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 aprobada por el Congreso de la República. • El Decreto que reglamenta la puesta en funcionamiento del Registro Único de Factura Electrónica ha sido emitido por el Gobierno Nacional (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo). • El Decreto que reglamenta la masificación de la Factura Electrónica ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP).

Objetivos de Política	Medidas de Política Acordadas Programa I	Mecanismos Activadores Acordados Programa II
<p>b. Fortalecimiento de las instituciones públicas para el financiamiento del desarrollo productivo.</p>	<p>(i) Se han adoptado medidas para fortalecer la capacidad de la Financiera de Desarrollo Nacional para facilitar un mejor acceso a financiamiento para proyectos de infraestructura. Las medidas incluyen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los Estatutos de la Financiera de Desarrollo Nacional han sido reformados de acuerdo a la aprobación de la Asamblea General de Accionistas en sesión extraordinaria. • La Declaración de la Nación, donde la Nación se ha comprometido, como accionista mayoritario de la Financiera de Desarrollo Nacional, a garantizar la aplicación de mejores prácticas de gobierno corporativo en la Financiera de Desarrollo Nacional ha sido emitida por el MHCP. • El Decreto que modifica la cuantía máxima de cupos individuales de crédito para la Financiera de Desarrollo Nacional ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). <p>(ii) Se han adoptado medidas para el acceso del sector agrícola a financiamiento productivo, incluidas como mínimo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Ley de financiamiento para la reactivación del sector agropecuario ha sido aprobada por el Congreso de la República. • Las Circulares de reglamento operativo del Fondo Agropecuario de Garantías (FAG) han sido emitidas por el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario. 	<p>(i) Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los cierres financieros de contratos de concesión de cuarta generación han sido firmados por la Financiera de Desarrollo Nacional. • Nuevos instrumentos financieros para la estructuración de proyectos de concesión de cuarta generación han sido emitidos por la Financiera de Desarrollo Nacional. <p>(ii) Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El proyecto de Decreto para la reglamentación de financiamiento para la reactivación del sector agropecuario ha sido publicado para consulta por el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural. • El Decreto para la revisión de cupos de concentración de crédito del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario con las entidades con que hace redescuento ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • La Circular que amplía el espectro de pólizas de seguros para el sector agropecuario ha sido emitida por la Superintendencia Financiera.

Objetivos de Política	Medidas de Política Acordadas Programa I	Mecanismos Activadores Acordados Programa II
Componente III: Mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero		
a. Fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero.	<p>(i) Se han adoptado medidas orientadas a profundizar el desarrollo del sistema financiero, incluidas como mínimo las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto que reforma el marco regulatorio del esquema de Segundo Mercado, y que contiene la simplificación de requisitos de documentación para emisores en el Segundo Mercado ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • El proyecto de Decreto que modifica el Régimen de Inversiones Internacionales ha sido publicado por el MHCP para consulta pública. • El Decreto que incluye los instrumentos híbridos como instrumentos para la capitalización de establecimientos de crédito ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • La Circular que presenta el Nuevo Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia (Código País) y establece la obligatoriedad de diligenciar y remitir un reporte sobre su implementación por parte de los emisores de valores ha sido emitida por parte de la Superintendencia Financiera. <p>(ii) Se han adoptado mecanismos para mejorar la protección a los inversionistas en los mercados de capital, incluidas como mínimo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto de mecanismos de estabilización de precios ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). 	<p>(i) Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto Presidencial de Régimen de Inversiones Internacionales ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • El Proyecto de Ley de supervisión de conglomerados e independencia de la Superintendencia ha sido presentado al Congreso de la República para su revisión y aprobación. • El reporte de revisión del régimen de capital para los agentes del mercado bursátil componentes de patrimonio técnico y los riesgos operacionales ha sido emitida por la Superintendencia Financiera. • El reporte de implementación del marco integral de supervisión basada en riesgos para gobierno corporativo en el mercado de capitales ha sido emitido por la Superintendencia Financiera. <p>(ii) Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto que modifica las disposiciones sobre la administración de portafolio de terceros ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP).

Objetivos de Política	Medidas de Política Acordadas Programa I	Mecanismos Activadores Acordados Programa II
Componente III: Mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero		
	<ul style="list-style-type: none"> • El Decreto que modifica las disposiciones relacionadas con los límites individuales de crédito, los regímenes de inversión de recursos de los fondos de cesantías, los fondos de pensiones obligatorias, y el portafolio que respalda las reservas técnicas de las compañías de seguros de vida, y modifica parcialmente la definición de fondos de capital privado dentro del régimen de inversiones de fondos de capital privado que inviertan en infraestructura bajo el esquema de Alianzas Públicas-Privadas ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • El Proyecto de Decreto que modifica las disposiciones sobre la administración de portafolio de terceros ha sido publicado por el MHCP para consulta pública. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se ha llevado a cabo la revisión de los marcos normativos aplicables a las actividades de la asesoría en el mercado de valores, la ampliación de instrumentos financieros de renta fija y derivados como parte de la ampliación de la integración de mercados financieros con el Mercado Integrado Latinoamericano y la ampliación de los contratos de corresponsalía y oficinas de representación para la oferta de productos de mercados de capitales del exterior y el MHCP ha producido un informe en cada caso sobre los resultados de dicha revisión y los avances, o cuenta con los proyectos de documentos jurídicos para efectuar los cambios.
b. Fortalecimiento de la transparencia financiera.	<p>Se han adoptado medidas para mejorar los mecanismos de transparencia financiera para los usuarios del sistema financiero, incluidas como mínimo las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Se ha actualizado por la Superintendencia Financiera la Circular Básica Jurídica con las instrucciones aplicables a las entidades vigiladas. • El Decreto sobre la solvencia de las empresas de <i>factoring</i> o descuento de facturas ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP y el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo). • La Ley por la cual se establece la obligación de brindar información transparente a los consumidores de los servicios financieros ha sido aprobada por el Congreso de la República. 	<p>Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto que modifica las disposiciones sobre el régimen de protección al consumidor financiero del sistema general de pensiones para lograr precios transparentes ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • El Decreto para precios transparentes para los clientes de los establecimientos de crédito ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • Las Circulares de Normas Internacionales de Información Financiera han sido emitidas por la Superintendencia Financiera de acuerdo a las actualizaciones de la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad.

Objetivos de Política	Medidas de Política Acordadas Programa I	Mecanismos Activadores Acordados Programa II
Componente III: Mejora de la regulación y supervisión del sistema financiero		
	<ul style="list-style-type: none"> • El proyecto de Decreto para precios transparentes del sistema general de pensiones ha sido publicado por el MHCP para comentarios. • El proyecto de Decreto para precios transparentes para los clientes de los establecimientos de crédito ha sido publicado por el MHCP para comentarios. • Las Circulares de convergencia a Normas Internacionales de Información Financiera han sido emitidas por la Superintendencia Financiera. 	
Componente IV: Mejoras de la inclusión financiera		
a. Mejoras de la oferta de productos y canales para la inclusión financiera.	<p>Se han adoptado medidas para ampliar el acceso a servicios financieros para la población no incluida o de recién inclusión, incluidas como mínimo las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Ley que promueve el acceso a los servicios financieros transaccionales (Ley de Inclusión Financiera) ha sido aprobada por el Congreso de la República. • El proyecto de Decreto de reglamentación de la Ley de Inclusión Financiera publicado para consulta pública, que incluye la normativa para el trámite simplificado de cuentas de ahorro y depósitos de dinero electrónico ha sido publicado por el MHCP para comentarios. • El Decreto para la creación de Crédito de Consumo de Bajo Monto ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • La Resolución que certifica el interés bancario corriente para la modalidad de Crédito de Consumo de Bajo Monto ha sido emitida por la Superintendencia Financiera. 	<p>Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto de reglamentación de la Ley de Inclusión de Inclusión Financiera ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • La Resolución que certifica el interés bancario corriente para la modalidad de Crédito de Consumo de Bajo Monto ha sido actualizada por la Superintendencia Financiera. • Se ha llevado a cabo el diagnóstico de las barreras tributarias para la formalización y creación de ecosistemas de pagos y el MHCP ha preparado el correspondiente informe. • Se ha llevado a cabo el diagnóstico de la normativa del sistema financiero para ampliar el acceso a servicios financieros por género y el MHCP ha preparado el correspondiente informe. • Se ha elaborado el plan de acción para la revisión del marco regulatorio sobre protección de consumidor, información y canales de distribución de seguros inclusivos por el MHCP.

Objetivos de Política	Medidas de Política Acordadas Programa I	Mecanismos Activadores Acordados Programa II
Componente IV: Mejoras de la inclusión financiera		
	<ul style="list-style-type: none"> • El Decreto que habilita la distribución de seguros través de la red de corresponsales bancarios ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • La Resolución que regula las tarifas de acceso para Servicios Financieros Móviles ha sido emitida por la Comisión de Regulación de Comunicaciones. 	
b. Mejora de la institucionalidad para aumentar la inclusión financiera.	<p>Se han adoptado medidas para fortalecer la coordinación de las entidades de Gobierno que participen en inclusión financiera y educación económica y financiera, incluidas como mínimo las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Proyecto de Decreto de creación y el establecimiento de una Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera se ha publicado por el MHCP para consulta pública. • El Decreto de creación y establecimiento de una Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP, el Ministerio de Educación Nacional y el Departamento Administrativo de la Función Pública). • La Carta Circular sobre el requerimiento de información para evaluar la inclusión financiera a través de la industria aseguradora ha sido emitida por la Superintendencia Financiera. 	<p>Se ha avanzado en las siguientes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El Decreto de creación y establecimiento de una Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera ha sido emitido por el Gobierno Nacional (MHCP). • El informe de mapeo, diagnóstico, identificación de necesidades, recomendaciones y plan de acción sobre la educación económica y financiera ha sido elaborado por la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera.

DOCUMENTO DEL BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

PROYECTO DE RESOLUCIÓN DE-___/15

Colombia. Préstamo ____/OC-CO a la República de Colombia
Programa de Apoyo a la Reforma del Sistema Financiero

El Directorio Ejecutivo

RESUELVE:

Autorizar al Presidente del Banco, o al representante que él designe, para que, en nombre y representación del Banco, proceda a formalizar el contrato o contratos que sean necesarios con la República de Colombia, como Prestatario, para otorgarle un financiamiento destinado a cooperar en la ejecución de un programa de apoyo a la reforma del sistema financiero. Dicho financiamiento será hasta por la suma de US\$500.000.000, que formen parte de los recursos del Capital Ordinario del Banco, y se sujetará a los Plazos y Condiciones Financieras y a las Condiciones Contractuales Especiales del Resumen del Proyecto de la Propuesta de Préstamo.

(Aprobada el ____ de _____ de 2015)

LEG/SGO/CO/IDBDOCS#39843830-15
CO-L1144