

# Documento CONPES

---

CONSEJO NACIONAL DE POLÍTICA ECONÓMICA Y SOCIAL  
REPÚBLICA DE COLOMBIA  
DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN



3927

## **ESTRATEGIA DE GESTIÓN DEL PORTAFOLIO DE EMPRESAS Y PARTICIPACIONES ACCIONARIAS DE LA NACIÓN**

Departamento Nacional de Planeación  
Ministerio de Hacienda y Crédito Público

**Versión aprobada**

**Bogotá, D.C., 23 de mayo de 2018**

**CONSEJO NACIONAL DE POLÍTICA ECONÓMICA Y SOCIAL  
CONPES**

**Juan Manuel Santos Calderón**

Presidente de la República

**General (R) Óscar Adolfo Naranjo Trujillo**

Vicepresidente de la República

**Guillermo Abel Rivera Flórez**

Ministro del Interior

**María Ángela Holguín Cuéllar**

Ministra de Relaciones Exteriores

**Mauricio Cárdenas Santamaría**

Ministro de Hacienda y Crédito Público

**Enrique de Jesús Gil Botero**

Ministro de Justicia y del Derecho

**Luis Carlos Villegas Echeverri**

Ministro de Defensa Nacional

**Juan Guillermo Zuluaga Cardona**

Ministro de Agricultura y Desarrollo Rural

**Alejandro Gaviria Uribe**

Ministro de Salud y Protección Social

**Griselda Janeth Restrepo Gallego**

Ministra de Trabajo

**Germán Arce Zapata**

Ministro de Minas y Energía

**María Lorena Gutiérrez Botero**

Ministra de Comercio, Industria y Turismo

**Yaneth Giha Tovar**

Ministra de Educación Nacional

**Luis Gilberto Murillo Urrutia**

Ministro de Ambiente y Desarrollo Sostenible

**Camilo Armando Sánchez Ortega**

Ministra de Vivienda, Ciudad y Territorio

**Juan Sebastián Roza Rengifo**

Ministro de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (E)

**Germán Cardona Gutiérrez**

Ministro de Transporte

**Mariana Garcés Córdoba**

Ministra de Cultura

**Luis Fernando Mejía Alzate**

Director General del Departamento Nacional de Planeación

**Alejandra Corchuelo Marmolejo**

Subdirectora General Sectorial

**Santiago Matallana Méndez**

Subdirector General Territorial

## Resumen ejecutivo

La Estrategia de Gestión de Empresas y Participaciones Accionarias de la Nación (EGE) busca optimizar el portafolio de la Nación para generar valor económico y social. Esta política desarrolla los parámetros establecidos en el Documento CONPES 3851 *Política General de Propiedad de Empresas Estatales del Orden Nacional*<sup>1</sup>, en el marco del fortalecimiento del Gobierno nacional como propietario de empresas industriales y comerciales del Estado, sociedades de economía mixta y Empresas Sociales del Estado que llevan a cabo una actividad industrial o comercial.

La EGE define criterios y parámetros para identificar las empresas y participaciones accionarias de la Nación que son estratégicas. De la aplicación de estos criterios y parámetros se identifican dos tipos de empresas y participaciones. Por un lado, están aquellas que desarrollan objetivos de política pública a través de las cuales el Estado busca corregir fallas y distorsiones de mercado o participar en sectores clave para el desarrollo, la economía o la seguridad del país. Por otro lado, están aquellas que generan una rentabilidad financiera mayor a la tasa social de descuento (TSD)<sup>2</sup> y al costo de capital para el Estado como inversionista. Tales criterios y parámetros constituyen una recomendación metodológica que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público podrá aplicar anualmente y la Comisión Intersectorial para el Aprovechamiento de Activos Públicos (CAAP) validará con el fin de determinar la lista de empresas consideradas estratégicas de acuerdo con las políticas y planes estratégicos del Gobierno nacional.

Además, esta política presenta lineamientos de direccionamiento para las empresas y participaciones estratégicas. Estos incluyen la definición clara y sistemática de objetivos para cada tipo de empresa y de participación para mejorar su desempeño y promover la implementación de buenas prácticas financieras y contables, de gobierno corporativo y de sostenibilidad.

Finalmente, se dan lineamientos para gestionar las empresas y participaciones no estratégicas hacia la generación de valor, que se recomienda implementar mientras sean parte del portafolio estatal. Esto según el grado de direccionamiento que puede ejercer la Nación, además de consideraciones de riesgo, rentabilidad, eficiencia y el potencial de captura y generación de valor económico de estos activos. Asimismo, se recomiendan pautas para que las entidades del Gobierno nacional formulen un plan organizado para la venta de participaciones accionarias no estratégicas o la recomposición del portafolio. De esta forma, se propende por un mejor aprovechamiento de los recursos públicos orientados hacia el cumplimiento de los objetivos relacionados con la política social y económica.

---

<sup>1</sup> Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3851.pdf>.

<sup>2</sup> Aproximación del costo de oportunidad que la sociedad atribuye a los recursos invertidos en un proyecto, en relación con los posibles usos alternativos del mismo.

**Clasificación:** H11, H27, H44, H82.

**Palabras clave:** empresas estatales, estrategia de gestión del portafolio de empresas, propiedad estatal, aprovechamiento de activos, eficiencia de portafolio de empresas.

## TABLA DE CONTENIDO

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>8</b>
<b>2. ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN.....</b>	<b>9</b>
2.1.1. Antecedentes de la política de gestión de activos .....	9
2.2. Justificación de la estrategia de gestión de activos .....	13
<b>3. MARCO CONCEPTUAL .....</b>	<b>14</b>
<b>4. DIAGNÓSTICO .....</b>	<b>19</b>
4.1. Ineficiencias en la administración del portafolio de empresas y participaciones de la Nación .....	20
4.2. Debilidades en el direccionamiento y control de las empresas y participaciones estratégicas para la Nación .....	24
4.3. Debilidades en la gestión de las empresas y participaciones no estratégicas y ausencia en formulación integral de estrategias de rotación del portafolio .....	25
<b>5. DEFINICIÓN DE LA POLÍTICA.....</b>	<b>26</b>
5.1. Objetivo general .....	27
5.2. Objetivos específicos .....	27
5.3. Plan de acción .....	27
5.3.1. Criterios recomendados para la determinación de las empresas o participaciones accionarias del Estado estratégicas .....	27
5.3.2. Lineamientos y criterios rectores recomendados para el direccionamiento de las empresas consideradas estratégicas .....	32
5.3.3. Lineamientos y criterios rectores para el direccionamiento de las empresas consideradas no estratégicas .....	37
5.4. Seguimiento .....	41
5.5. Financiamiento .....	41
<b>6. RECOMENDACIONES.....</b>	<b>43</b>
<b>GLOSARIO .....</b>	<b>44</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>45</b>
Anexo A. Plan de Acción y Seguimiento (PAS).....	45
Anexo B. Listado de empresas del portafolio de la Nación con corte a 31 de diciembre de 2017 .....	46
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>47</b>

## **ÍNDICE DE TABLAS**

Tabla 1. Distribución por sectores del portafolio de empresas con participación de la Nación, 2017.....	19
Tabla 2. Distribución por entidad del portafolio de empresas y participaciones de la Nación, 2017.....	20
Tabla 3. Valor patrimonial y rentabilidad de las empresas por nivel de participación accionaria, 2016.....	21
Tabla 4. Cronograma de seguimiento.....	41

## **ÍNDICE DE GRÁFICOS**

Gráfico 1. Participación accionaria y rentabilidad de las empresas y participaciones de la Nación.....	22
--	----

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

Figura 1. Ciclo de gestión de las empresas con participación accionaria de la Nación ...	33
--	----

## SIGLAS Y ABREVIACIONES

BID	Banco Interamericano de Desarrollo
CAAP	Comisión Intersectorial para el Aprovechamiento de Activos Públicos
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (en español, modelo de valoración de activos financieros)
CFROI	<i>Cash flow return on investments</i> (en español, rendimiento del flujo de caja sobre la inversión)
CHIP	Consolidador de Hacienda e Información Pública
CISA	Colector de Activos Públicos de la Nación, Central de Inversiones S.A.
CONPES	Consejo Nacional de Política Económica y Social
Corelca	Corporación Eléctrica de la Costa
Coltel	Colombia Telecomunicaciones
DNP	Departamento Nacional de Planeación
EGE	Estrategia de Gestión del Portafolio de Empresas y Participaciones Accionarias de la Nación
EICE	Empresa industrial y comercial del Estado
ESE	Empresa social del Estado
EVA	<i>Economic value added</i> (en español, valor económico añadido)
ISA	Interconexión Eléctrica, S.A.
OCDE	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos
PDP	Política de Desarrollo Productivo
PGN	Presupuesto General de la Nación
PIB	Producto interno bruto
ROA	<i>Return on assets</i> (en español, retorno sobre activos)
ROCE	<i>Return on capital employed</i> (en español, retorno sobre el capital empleado)
ROE	<i>Return on equity</i> (en español, retorno sobre el patrimonio)
ROME	<i>Return on Market Value of Equity</i> (en español, retorno sobre el patrimonio a valor de mercado)
ROIC	<i>Return on invested capital</i> (en español, retorno sobre el capital invertido)
SEM	Sociedad de economía mixta
TIO	Tasa de interés de oportunidad
TSD	Tasa social de descuento
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (en español, costo medio ponderado de capital)

## 1. INTRODUCCIÓN

La Nación tiene un portafolio de 109 empresas y participaciones accionarias que representan un valor patrimonial de alrededor de 70 billones de pesos, a 31 diciembre de 2017 (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2017) (Anexo B). Este portafolio se concentra en los sectores de petróleo y gas, energía, y finanzas y seguros. La mayor parte del valor patrimonial, cerca del 90 % de todo el portafolio, está concentrado en tan solo 10 empresas. Hasta el momento, la Nación está en deuda de realizar un análisis para determinar los activos de su portafolio que son estratégicos. Como resultado, se mantienen participaciones que presentan bajos rendimientos y cuya administración genera costos y riesgos (DNP, 2015). Este panorama hace necesario formular e implementar una estrategia integral de gestión del portafolio de empresas y participaciones de la Nación.

El presente documento establece la Estrategia de Gestión del Portafolio de Empresas y Participaciones Accionarias de la Nación (EGE) para definir criterios de clasificación de los activos estatales y lineamientos para su direccionamiento. La estrategia tiene como marco de referencia los principios básicos definidos en el Documento CONPES 3281 *Estrategia para adelantar un programa de aprovechamiento de activos y enajenación de participaciones de la Nación y sus entidades en empresas públicas y privadas*<sup>3</sup>, con respecto a la maximización del valor del portafolio de empresas con participación de la Nación. De igual forma, este documento desarrolla una de las acciones prioritarias definidas por el Documento CONPES 3851 *Política General de Propiedad de Empresas Estatales del Orden Nacional*<sup>4</sup>. Este documento fue un punto de inflexión en la gestión de las empresas y participaciones de la Nación. Su objetivo es avanzar hacia la consolidación de un modelo de propiedad estatal en el que el Estado dirija de manera efectiva sus empresas hacia la creación de valor económico y social.

Dicho documento plantea acciones puntuales para fortalecer al Gobierno nacional en el ejercicio de su rol como propietario y mejorar el gobierno corporativo de las empresas y participaciones de la Nación. Entre estas acciones se encuentra la formulación e implementación de una estrategia global de activos, es decir, una estrategia de gestión de las empresas desde el rol del Estado como accionista. Bajo este contexto, el presente documento presenta la EGE como marco de referencia que se recomienda implementar en adelante y cubre tanto a las empresas que son propiedad de la Nación, como a aquellas en las que posee participación accionaria, y que llevan a cabo alguna actividad económica, industrial o comercial.

Este documento se desarrolla en seis secciones, incluida esta introducción. En la segunda sección se resumen los principales antecedentes normativos y de política relevantes,

---

<sup>3</sup> Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3281.pdf>.

<sup>4</sup> Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3851.pdf>.



así como la justificación de la presente política. En la tercera sección se establece el marco conceptual. En la cuarta sección se presenta el diagnóstico en relación con las ineficiencias en la gestión actual del portafolio de empresas y participaciones de la Nación. En la quinta sección se describe la estrategia global de gestión de activos, incluyendo el plan de acción para solucionar los retos identificados en el diagnóstico, su seguimiento y su financiamiento. Finalmente, en la sexta sección se presentan las recomendaciones al Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES).

## **2. ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN**

En esta sección se incluyen los antecedentes sobre la política de gestión de activos estatales y se justifica la necesidad de implementar lineamientos de política para direccionar empresas y participaciones, estratégicas y no estratégicas, hacia la generación de valor económico y social.

### **2.1.1. Antecedentes de la política de gestión de activos**

A lo largo del siglo XX el Estado se convirtió en propietario de empresas por distintos motivos: participar en lo que fueron monopolios naturales, como el sector de telecomunicaciones; crear mercados ausentes pero necesarios e impulsar sectores productivos, como en el caso de las bancas de desarrollo; garantizar el funcionamiento de sectores considerados estratégicos, como el sector defensa; proveer bienes y servicios en cumplimiento de políticas públicas, y proveer bienes y servicios al Estado.

A partir de la Constitución Política de 1991 se presentan cambios en la intervención del Estado en la economía. Este comienza a ceder monopolios como es el caso de las telecomunicaciones, la televisión y la energía, entre otros, y se reglamenta la necesidad de prestar los servicios públicos domiciliarios por parte del sector privado. Estos cambios se enmarcan en un nuevo modelo económico menos intervencionista. En particular, el artículo 336<sup>5</sup> de la Constitución Política contempla la enajenación o liquidación de empresas monopolísticas de propiedad estatal que no cumplan los requisitos de eficiencia, en los

---

<sup>5</sup> "Artículo 336 de la Constitución Política. Ningún monopolio podrá establecerse sino como arbitrio rentístico, con una finalidad de interés público o social y en virtud de la ley. La ley que establezca un monopolio no podrá aplicarse antes de que hayan sido plenamente indemnizados los individuos que en virtud de ella deban quedar privados del ejercicio de una actividad económica lícita. La organización, administración, control y explotación de los monopolios rentísticos estarán sometidos a un régimen propio, fijado por la ley de iniciativa gubernamental. Las rentas obtenidas en el ejercicio de los monopolios de suerte y azar estarán destinadas exclusivamente a los servicios de salud. Las rentas obtenidas en el ejercicio del monopolio de licores estarán destinadas preferentemente a los servicios de salud y educación. La evasión fiscal en materia de rentas provenientes de monopolios rentísticos será sancionada penalmente en los términos que establezca la ley. El Gobierno enajenará o liquidará las empresas monopolísticas del Estado y otorgará a terceros el desarrollo de su actividad cuando no cumplan los requisitos de eficiencia, en los términos que determine la ley. En cualquier caso, se respetarán los derechos adquiridos por los trabajadores".

términos que determine la ley. De igual forma, la Ley 226 de 1995<sup>6</sup> desarrolla en gran medida el artículo 60<sup>7</sup> de la Constitución Política, con respecto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal, y establece medidas para su democratización.

A pesar de este enfoque menos interventor, el Estado recibió participaciones en empresas en dación de pago o por intervenir en el mercado para salvaguardar la estabilidad de la economía y mitigar riesgos sistémicos, como fue el caso de varias entidades del sistema financiero, nacionalizadas a finales del siglo XX (OCDE, 2015b).

De otra parte, en términos de la organización y funcionamiento de las empresas estatales, el artículo 41<sup>8</sup> de la Ley 489 de 1998<sup>9</sup> establece como función de los ministros participar en la orientación, coordinación y control de entidades descentralizadas y sociedades de economía mixta (SEM) adscritas o vinculadas a su despacho, conforme a las leyes y a los respectivos estatutos. Además, define un modelo descentralizado de gestión en el cual cada ministerio tiene bajo su tutela aquellas empresas del sector que regula. Esta situación puede generar conflictos de interés si los objetivos de la empresa no se encuentran alineados con los objetivos de política pública del sector (OCDE, 2015a; OCDE, 2015 b; DNP, 2015). Este modelo tiene desventajas dada la falta de unificación de políticas operativas transversales y de gobernanza, y la ausencia de sistemas de control homogéneos (OCDE, 2015a).

La inexistencia de una política clara de gestión empresarial integral por parte del Estado contribuyó a que algunas de estas empresas presentaran ineficiencias operativas y financieras a finales de la década de 1990 y principios de la década de 2000. Esta situación estuvo acompañada en algunos casos por altos pasivos pensionales, crisis financieras, problemas de gobernanza interna e injerencia política indebida, entre otros. En algunos

---

<sup>6</sup> Por la cual se desarrolla el artículo 60 de la Constitución Política en cuanto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal, se toman medidas para su democratización y se dictan otras disposiciones.

<sup>7</sup> El Estado promoverá, de acuerdo con la ley, el acceso a la propiedad. Cuando el Estado enajene su participación en una empresa, tomará las medidas conducentes a democratizar la titularidad de sus acciones, y ofrecerá a sus trabajadores, a las organizaciones solidarias y de trabajadores, condiciones especiales para acceder a dicha propiedad accionaria. La ley reglamentará la materia.

<sup>8</sup> "Artículo 41 de la Ley 489 de 1998: Orientación y Control. La orientación, control y evaluación general de las actividades de los organismos y entidades administrativas corresponde al Presidente de la República y en su respectivo nivel, a los ministros, los directores de departamento administrativo, los superintendentes, los gobernadores, los alcaldes y los representantes legales de las entidades descentralizadas y sociedades de economía mixta de cualquier nivel administrativo. En el orden nacional, los ministros y directores de departamento administrativo orientan y coordinan el cumplimiento de las funciones a cargo de las superintendencias, las entidades descentralizadas y las sociedades de economía mixta que les estén adscritas o vinculadas o integren el Sector Administrativo correspondiente".

<sup>9</sup> Por la cual se dictan normas sobre la organización y funcionamiento de las entidades del orden nacional, se expiden las disposiciones, principios y reglas generales para el ejercicio de las atribuciones previstas en los numerales 15 y 16 del artículo 189 de la Constitución Política y se dictan otras disposiciones.

casos se produjeron procesos de enajenación o liquidación de empresas con participación accionaria de la Nación. Los recursos de estas enajenaciones fueron direccionados, por un lado, a las entidades territoriales para adelantar inversiones en infraestructura y desarrollo social y, por otro lado, al Gobierno nacional principalmente para alivianar la presión fiscal de las últimas dos décadas. En otros casos, las empresas fueron rescatadas o reestructuradas a través de operaciones de capitalización e inyección de recursos debido a su importancia, su participación monopólica o los bienes y servicios que proveían en desarrollo de políticas públicas impulsadas desde el Gobierno nacional (OCDE, 2015b).

En el Documento CONPES 2923 *Asignación de utilidades a la Nación y saneamiento financiero de las empresas industriales y comerciales y sociedades de economía mixta del sector eléctrico*<sup>10</sup>, se reconoce la necesidad de resolver las ineficiencias presentadas por algunas empresas. En efecto, gran parte de las compañías del sector eléctrico arrojaban un alto nivel de pérdidas de energía, un bajo nivel de recaudo, un alto componente de gastos de funcionamiento, niveles de endeudamiento insostenibles y un costo importante para la Nación. Según el Documento CONPES 3281, el proceso de enajenación de empresas estatales y vinculación de capital privado que se dio a partir de la década de 1990 contribuyó al saneamiento de las finanzas públicas, propició estructuras robustas de gobierno corporativo, con nuevas fuentes de financiación para garantizar la continuidad y expansión de su servicio y tasas de rentabilidad por encima del promedio de las demás empresas de capital público. Además, contribuyó a un mayor desarrollo del mercado de capitales: las participaciones de Ecopetrol e Interconexión Eléctrica, S.A. (ISA) en el índice de capitalización bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia aumentaron de manera significativa.

Así mismo, el Documento CONPES 3281 indicó que el Gobierno nacional debía maximizar la eficiencia de su portafolio. Para ello definió mecanismos concretos y ordenados para la toma de decisiones en materia de venta de participaciones de la Nación en empresas, particularmente generadoras y distribuidoras de energía eléctrica. El documento señala que, frente a una coyuntura de déficit fiscal derivada del pago del servicio de deuda de pasivos costosos, resulta inconveniente que el Estado mantenga activos cuyos rendimientos son bajos, negativos o que no corresponden a su misión institucional. No obstante, este documento no contempló conceptos de optimización de valor, no fijó parámetros de direccionamiento para la totalidad de participaciones y no definió una estrategia de gestión integral de activos empresariales.

Posteriormente, en el marco del proceso de acceso de Colombia a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), el Gobierno nacional recibió numerosas recomendaciones para fortalecer el ejercicio de su rol como propietario de

---

<sup>10</sup> Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/2923.pdf>.

empresas y participaciones accionarias. Entre otras, la OCDE resaltó la necesidad de que el Estado elaborara una política en materia de propiedad, teniendo en cuenta que es su responsabilidad definir y supervisar la aplicación de los mandatos y objetivos generales de las empresas públicas, incluidos los objetivos financieros, los relativos a la estructura de capital y los niveles de tolerancia al riesgo (OCDE, 2015a).

En noviembre de 2015, el Gobierno nacional aprobó la Política General de Propiedad de Empresas Estatales del Orden Nacional, a través del Documento CONPES 3851, para avanzar hacia un modelo en el que el Estado ejerza el rol de propietario de forma informada, activa y responsable. Este documento también definió las razones por las que el Estado debe mantener la propiedad sobre ciertas empresas, como se verá más adelante, en la sección de marco conceptual. De esta forma, el documento establece lineamientos para el direccionamiento efectivo de sus empresas hacia la creación de valor económico y social. Es en el marco de implementación de este documento que se crea la Dirección General de Participaciones Estatales en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que dentro de sus objetivos tiene el desarrollo y la implementación de una estrategia global de propiedad y de gestión de participaciones de la Nación además de la promoción de buenas prácticas para el direccionamiento, control, monitoreo y evaluación de las empresas estatales.

La Dirección General de Participaciones Estatales ha venido realizando la revisión de las participaciones que mantiene cada uno de los ministerios y departamentos administrativos en empresas industriales y comerciales del Estado (EICE), empresas sociales del Estado (ESE) y sociedades de economía mixta (SEM) que llevan a cabo una actividad económica y que tienen una vocación de lucro. Como resultado, se publicó en el mes de mayo del 2017 el segundo reporte anual de empresas de la Nación. En este, se definen, a nivel sectorial, las diversas compañías en las cuales la Nación ostenta algún tipo de participación y se contextualiza la importancia de esta iniciativa, aunada a su trascendencia en la esfera corporativa nacional y el impacto positivo deseado a nivel estatal<sup>11</sup>. La comprensión y entendimiento de este portafolio de activos, así como su caracterización, son el primer paso para implementar una estrategia de gestión que centralice criterios de administración del portafolio empresarial.

De manera simultánea, se promulgó la Ley 1753 de 2015<sup>12</sup>, que en su artículo 162 establece:

*“La Nación podrá enajenar o entregar al colector de activos de la Nación, Central de Inversiones (CISA), aquellas participaciones accionarias en las cuales la propiedad de*

---

<sup>11</sup> Disponible en:

[http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-073458%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-073458%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased).

<sup>12</sup> Por la cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 *Todos por un nuevo país*.

*las mismas haya sido producto de un acto en el que no haya mediado la voluntad expresa de la Nación o que provengan de una dación en pago, siempre y cuando esta participación no supere el diez por ciento (10 %) de la propiedad accionaria de la empresa.*

*Cuando la Nación opte por enajenar la participación en una empresa deberá dar aplicación al régimen societario al que se encuentra sometida. Para efectos de la valoración de la participación deberá contarse con la no objeción de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.*

*En el evento en que la Nación decida entregar las acciones para que el Colector de Activos adelante el proceso de enajenación, este se efectuará conforme al modelo de valoración y al procedimiento establecido por CISA”.*

## **2.2. Justificación de la estrategia de gestión de activos**

Dado el importante valor de las empresas y participaciones de la Nación, es necesario establecer una estrategia que permita maximizar la eficiencia del portafolio y su generación de valor económico y social. La inversión de la Nación en su portafolio de participaciones en empresas es aproximadamente 70 billones de pesos a 2017, lo que equivale al 7 % del Producto Interno Bruto (PIB) para este año (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2017) Además, distintas entidades del orden nacional dedican continuamente recursos públicos a ejercer el rol de propietario que les corresponde. Por lo anterior, es importante resolver las fallas del gobierno que, como se mostrará en el diagnóstico de la presente política, generan ineficiencias en el portafolio estatal. Para revertir esta tendencia, se debe aumentar su generación de valor económico y social, así como reducir los costos y riesgos en los que se incurre para gestionarlo.

Para ello, en línea con el Documento CONPES 3851, se debe establecer una EGE que, en primer lugar, defina criterios claros y objetivos para identificar los activos estratégicos y no estratégicos dentro del portafolio.

En segundo lugar, la EGE debe definir lineamientos claros para el direccionamiento estratégico de cada uno de los activos del portafolio empresarial de la Nación, tanto para las empresas y participaciones accionarias consideradas estratégicas como las que se consideran no estratégicas. Así mismo, se deben definir lineamientos para emprender estrategias de salida organizadas que permitan capturar todo el valor de las inversiones que mantiene el Estado o evitar mayores pérdidas o riesgos que se puedan enfrentar por mantener su participación.

La EGE generará un mejor desempeño y percepción de los procesos de inversión y estrategias de salida, vinculación de capital privado, enajenaciones o democratización del

capital público invertido en empresas que adelante el Gobierno a corto, mediano y largo plazo.

### **3. MARCO CONCEPTUAL**

La teoría de portafolios (Markowitz, 1952) establece que un inversionista debe minimizar el riesgo y maximizar el valor. No obstante, en el caso de portafolios en los que el Estado es el principal inversionista, dicho valor va más allá de la rentabilidad financiera y persigue objetivos más amplios enmarcados en maximizar el bienestar social.

Para la OCDE, el propósito último de la propiedad pública de las empresas debe ser maximizar el beneficio para la sociedad mediante una asignación de recursos eficiente (OCDE, 2015a). Bajo este precepto se deben definir las razones que justifican que el Estado sea propietario de empresas y revise su vigencia periódicamente. Al respecto, el Estado puede mantener la propiedad sobre empresas cuando el objetivo se asocia a atender políticas públicas, proteger e impulsar determinados sectores clave, solucionar fallas de mercado, atender asuntos de soberanía o independencia nacional, entre otros. De esta manera, el reto para el Estado es aún mayor y las estrategias de gestión son diferentes de las que pueden formular los privados.

Ahora bien, en los casos en los cuales se mantiene la propiedad de una empresa o participación accionaria por consideraciones distintas a la generación de retornos financieros, el Estado debe tener el control suficiente para garantizar el cumplimiento de sus objetivos por encima de consideraciones de rentabilidad. Se considera que la Nación ejerce control sobre las EICE y las ESE. En el caso de las SEM se entiende que dicho control se ejerce cuando el Estado cuenta con una participación accionaria superior al 50 % o cuenta con mecanismos para tener la mayoría de los puestos en la junta directiva.

El Documento CONPES 3851 estableció las razones por las cuales se justifica la propiedad estatal sobre empresas, que para este análisis se resumen en tres grupos: (i) participar en sectores estratégicos para la economía y el desarrollo del país, (ii) resolver fallas y distorsiones de mercado o gobierno y (iii) mantener participaciones accionarias de alta rentabilidad como fuente de ingresos fiscales.

En relación con el primero de estos criterios, los sectores estratégicos para la economía y el desarrollo del país son definidos en cada plan nacional de desarrollo, de acuerdo con los objetivos y las metas de cada gobierno. De igual forma, los ministerios o departamentos administrativos promueven documentos CONPES o políticas sectoriales en donde puede priorizarse el fomento o la protección de determinadas industrias o sectores.

Así mismo, y de acuerdo con el segundo criterio, el rol de una empresa estratégica está asociado a la corrección de fallas de mercado o a aspectos relacionados con la seguridad nacional (Putnins, 2015). En tal sentido, es importante definir claramente por qué se considera

una empresa como estratégica para la Nación. En relación con las fallas de mercado o gobierno, la teoría económica identifica varias condiciones en las que los mercados no son eficientes (Stiglitz 2001). Se listan a continuación algunas de ellas:

- Fallas de competencia: se presentan cuando no hay un número suficientemente grande de empresas y las pocas o únicas empresas en el mercado determinan el nivel de precios.
- Monopolio natural: situación en la que resulta más barato que una única empresa lo produzca todo dado que la alta inversión en infraestructura requiere de toda la demanda posible para abaratar los costos y ofrecer menores precios.
- Bienes públicos: existen algunos bienes que no son suministrados por el mercado o si lo son, la cantidad suministrada es insuficiente.
- Externalidades: se presentan cuando los precios del mercado no reflejan los costos (o beneficios) para la sociedad de un producto, iniciativa o acción, lo cual induce asignaciones de recursos que distan de las ideales.
- Mercados incompletos: situaciones en las que los mercados privados no suministran un bien o un servicio, aun cuando el costo de suministrarlo sea inferior a lo que los consumidores están dispuestos a pagar.
- Fallas de información: se presentan cuando los agentes económicos no cuentan con información suficiente para tomar decisiones respecto a un bien o servicio, o les es difícil o costoso acceder a dicha información. También se presenta cuando uno de los agentes en una transacción tiene información más completa que la contraparte.
- Fallas de coordinación: se refiere a la incapacidad de los agentes públicos o privados de coordinar sus planes de inversión con el fin de invertir en proyectos con alto beneficio social o privado.

Para evaluar la conveniencia de utilizar una empresa como mecanismo de intervención del gobierno, Putnins sugiere un marco de evaluación en el siguiente orden<sup>13</sup>: (i) hay una falla de mercado sustancial (monopolios, externalidades o bienes públicos); (ii) la falla de mercado puede ser resuelta con regulación, subsidios o impuestos dirigidos; (iii) existen dificultades para definir la cantidad o calidad del bien o servicio a proveer, o altos costos u obstáculos en lograr el cumplimiento de un contrato con el sector privado; (iv) el suministro

---

<sup>13</sup> La intervención del Gobierno para corregir fallas de mercado puede tomar tres formas: regulación, impuestos, subsidios y el suministro de bienes o servicios. Este último se puede dar de manera directa cuando resulte menos costosa que la negociación de contratos con privados, la resolución de controversias, la corrupción asociada a procesos de licitación y compras, el comportamiento oportunista del contratista privado, entre otros. Estas formas de prestación directa pueden darse a través de agencias, empresas estatales, oficinas o departamentos, dependiendo de cual pueda ser más efectiva para la intervención gubernamental en la corrección de la falla de mercado (Putnins, 2015).

directo de un bien o servicio es la opción más factible dado que no hay un mercado, no existen objetivos claros, no se pueden establecer objetivos financieros, no hay innovación, y (v) las pérdidas de eficiencia que se puedan derivar de la intervención del Estado no exceden las pérdidas de bienestar que se derivan de la falla de mercado.

Cabe resaltar que el Gobierno nacional desarrolló el Documento CONPES 3866 *Política Nacional de Desarrollo Productivo*, que busca aumentar la productividad y la diversificación del aparato productivo hacia bienes y servicios más sofisticados. Este crea instrumentos que apuntan a resolver fallas de mercado, de gobierno o de articulación a nivel de la unidad productora, de los factores de producción o del entorno competitivo.

En cuanto al tercer grupo relacionado con los objetivos de rentabilidad, si bien los portafolios de empresas estatales buscan la creación de valor social, la creación de valor económico es un factor común con los demás portafolios de inversión; dado que es una medida útil de desempeño que tiene en cuenta los intereses de largo plazo de todas las partes interesadas en una compañía. Así mismo, las empresas que generan valor no solo lo hacen para sus propietarios o tenedores de acciones, sino que en el largo plazo generan empleo, promueven condiciones sociales y psicológicas que favorecen el buen desempeño de los empleados, dan una mayor satisfacción al cliente y mantienen una mayor responsabilidad corporativa (Cruz, 2001)<sup>14</sup>.

En este caso, cada Estado ha definido referentes de rentabilidad para evaluar proyectos de inversión pública, así como tasas de rentabilidad mínima. El principal instrumento que se tiene es la tasa social de descuento (TSD), que es una aproximación del costo de oportunidad que la sociedad atribuye a los recursos invertidos en un proyecto, en relación con sus posibles usos alternativos. Existen diferencias significativas en las metodologías y valores utilizados en la práctica, aunque se sigue empleando una tasa única para la evaluación de proyectos. Organismos multilaterales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) o el Banco Mundial (BM) utilizan una tasa administrativa constante en un rango del 10 % al 12 % (Campos J. S.-A., 2016).

En Colombia, el Departamento Nacional de Planeación (DNP) ha establecido que para la evaluación económica y social de todos los proyectos de inversión pública se debe considerar una TSD, que es la tasa de interés expresada en precios sociales. La tasa de descuento corresponde a la tasa de rentabilidad mínima que el inversionista espera que el proyecto le retorne con los recursos invertidos. En la evaluación financiera se habla de tasa de interés de oportunidad (TIO) y en la evaluación económica y social esta corresponde a la Tasa Social de Descuento, con la cual se logra medir el costo beneficio para una sociedad

---

<sup>14</sup> El concepto de valor, desde una perspectiva financiera, se define como el excedente que queda al descontar de lo generado en la operación de una empresa, el costo en que se incurrió al obtener el capital necesario para poner en marcha a la empresa misma, durante un periodo determinado. (Cruz J. R., 2001)



de llevar a cabo una inversión pública. Es decir, esta clase de proyectos deben generar un beneficio económico y social mínimo equivalente a la TSD (DNP, 2013).

Teniendo en cuenta que la TSD comprende tanto beneficios económicos como de orden social, se esperaría que los recursos invertidos en proyectos donde únicamente se busca la rentabilidad financiera, generen un rendimiento mucho mayor a la TSD. Así mismo es importante mencionar que los aspectos claves para la generación de valor económico incluyen el crecimiento de los ingresos y la rentabilidad sobre el capital invertido, asociado a la eficiencia en la gestión de activos, de costos, volumen y precios de venta y en mejoras del margen operacional, mejoras en la gobernanza e incentivos (Koeller, 2010).

El Estado, como cualquier otro inversionista, debe tener en cuenta que existe un riesgo asociado que debe estar reflejado en el costo de capital. Uno de los modelos más usados para calcular el riesgo de una inversión e incorporarlo en la tasa de rentabilidad mínima que un accionista debe exigir es el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés). Una empresa debe incorporar además del costo de capital del accionista, el costo en el que incurre por endeudarse. Así, el costo de capital de una empresa será el costo medio de sus fuentes de financiación o el costo medio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) (Koeller, 2010).

Los costos y riesgos asociados a mantener una inversión deben ser comparados con su tasa de rentabilidad. Los indicadores de rentabilidad más utilizados son el retorno sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés)<sup>15</sup> y la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés)<sup>16</sup>. No obstante, existen varias medidas de rentabilidad que permiten establecer si unas inversiones son rentables o no, respecto de sus costos. Para llevar a cabo un análisis de rentabilidad detallado de una empresa se requiere en muchos casos un ejercicio de valoración más exhaustivo que incluya los flujos de efectivo que puede generar las rentabilidades esperadas. Algunos indicadores que miden de manera más precisa la rentabilidad de una determinada empresa respecto del capital invertido son el retorno sobre capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés)<sup>17</sup>, rendimiento del flujo de caja sobre la inversión (CFROI, por sus siglas en inglés)<sup>18</sup>, el retorno sobre el capital empleado (ROCE, por sus siglas en inglés)<sup>19</sup>, entre otros. Finalmente, uno de los indicadores de generación de valor

---

<sup>15</sup> Se define como la razón entre la utilidad neta y el patrimonio.

<sup>16</sup> Se define como la razón entre la utilidad neta y el activo total.

<sup>17</sup> El ROIC es la tasa de retorno sobre el capital invertido y se calcula dividiendo la utilidad antes de intereses y después de impuestos sobre el capital invertido.

<sup>18</sup> El CFROI es la tasa interna de retorno basada en flujos de caja reales comparada con el costo del capital.

<sup>19</sup> El ROCE es el retorno sobre el capital empleado y se calcula dividiendo la utilidad antes de intereses e impuestos sobre el total de activos menos el pasivo corriente.

más usados es el valor económico añadido (EVA, por sus siglas en inglés)<sup>20</sup> y el *equity*EVA<sup>21</sup>, los cuales analizan si una empresa crea o destruye valor comparando su crecimiento y rentabilidad respecto del costo de capital que debe asumir.

De otra parte, se debe tener en cuenta que mantener empresas públicas puede presentar inconvenientes, tal como lo ha documentado la literatura económica. Estas pueden acabar siendo ineficientes debido a la ausencia de una motivación para generar utilidades o algún otro incentivo financiero, así como la falta de accionistas que presionen a la administración para maximizar el retorno de la inversión. Igualmente, la reducida posibilidad de quiebra o venta en que operan algunas empresas estatales pueden llevar a la ineficiencia de las administraciones (Baumol, 1983). Se pueden presentar problemas políticos, debido a la convivencia de múltiples objetivos económicos y sociales, la existencia de varios propietarios con intereses poco alineados o la corrupción. También se pueden evidenciar problemas financieros que se presentan en muchos casos por el sobredimensionamiento de la fuerza laboral, menor disciplina y control presupuestal debido al riesgo moral<sup>22</sup> que sobreviene cuando los administradores tienen la certeza de que el Estado acudirá al rescate en caso de problemas financieros.

Por último, los problemas de gestión observados en la dilución de responsabilidades que han existido en algunas empresas por la falta de objetivos claros de propiedad definidos, junto a la deficiente política de incentivos y de retención de personal, hacen de las empresas estatales en algunos casos potenciales entes ineficientes y poco rentables respecto a sus pares privados (BID, 2016). Es aquí cuando el Gobierno debe considerar que el valor también se genera a partir de inversiones y desinversiones en tanto que la gestión de portafolio es dinámica y evoluciona constantemente. En efecto, lo que justifica mantener la propiedad de una participación en función del valor es que el propietario debe ser quien pueda generar el mayor valor de la empresa; o quien pueda generar sinergias o encadenamientos únicos con otros de sus negocios, así como quien tenga habilidades distintivas, mayor conocimiento de

---

<sup>20</sup> El valor económico añadido es una medida desarrollada por Stern Stewart & Co. que permite cuantificar el valor económico generado por una empresa comparando la rentabilidad de su operación (utilidad operacional después de impuestos) respecto al costo del capital (costo de la deuda y del patrimonio).

<sup>21</sup> El *equity*EVA o valor económico añadido del patrimonio se calcula comparando el retorno sobre el patrimonio (ROE) con el costo del patrimonio multiplicado por el patrimonio invertido en la empresa, o dicho de otra manera se calcula partiendo de la utilidad neta y restando el costo del patrimonio multiplicado por el patrimonio invertido en la empresa.

<sup>22</sup> El riesgo moral describe un comportamiento en el cual los agentes no asumen el costo de sus acciones y así son más propensos a tomar dichas acciones. En el mundo empresarial se puede observar este fenómeno cuando una de las partes en una transacción o relación contractual no entra de buena fe, generalmente tiene más información que las demás partes, y provee información imprecisa acerca de activos, pasivos, capacidad crediticia o su situación financiera en general y tiene un incentivo a tomar riesgos inusuales o temerarios en un intento por generar ganancias en detrimento de su contraparte.

mercados nuevos o existentes, mejores prácticas de gobierno o mayor influencia en partes interesadas (*stakeholders*) de la compañía.

Sin embargo, es importante precisar que no existe evidencia empírica concluyente acerca de la menor o mayor eficiencia de las empresas públicas. Algunos argumentan que una empresa pública no es menos eficiente que una empresa privada por el simple hecho de ser pública, sino por la forma en que se gestiona (BID, 2016). Por esta razón resulta esencial que el Estado, en su rol de accionista, defina lineamientos claros de direccionamiento estratégico, indicadores de gestión y mecanismos de control sistemáticos.

#### 4. DIAGNÓSTICO

La generación de valor económico y social del portafolio de empresas estatales se ha visto limitada por los siguientes factores: (i) ineficiencias en la administración del portafolio; (ii) debilidades en el direccionamiento y control de las empresas y participaciones estratégicas para la Nación, y (iii) debilidades en la gestión de las empresas y participaciones no estratégicas y ausencia de formulación integral de estrategias de desinversión, salida o de rotación del portafolio (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2016).

Como se mencionó anteriormente, el Gobierno nacional tiene en su portafolio 109 empresas y participaciones accionarias directas, a través de varios ministerios y departamentos administrativos, que representan un capital estatal invertido de 70 billones de pesos (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2017). Los sectores de hidrocarburos, financiero y energético concentran el mayor valor de estas empresas, donde Ecopetrol representa más del 60 % del patrimonio total del portafolio (Tabla 1).

**Tabla 1. Distribución por sectores del portafolio de empresas con participación de la Nación, 2017**

<b>Sector</b>	<b>Patrimonio Nación</b>	<b>Participación porcentual</b>	<b>Número empresas</b>
Hidrocarburos	42.386.224	60,29	1
Financiero	14.377.835	20,45	16
Energía	9.731.709	13,84	20
Agricultura	448.543	0,64	12
Salud	385.604	0,55	4
Telecomunicaciones	2.406.703	3,42	9
Transporte	61.372	0,09	36
Otros	503.573	0,72	11
<b>Total</b>	<b>70.301.563</b>	<b>100,00</b>	<b>109</b>

Fuente: CHIP e información remitida por los ministerios (31 de diciembre de 2017).

Así mismo, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público centraliza el 87 % del valor total de este portafolio, que equivale a cerca de 61 billones de pesos (Tabla 2).

**Tabla 2. Distribución por entidad del portafolio de empresas y participaciones de la Nación, 2017**

<b>Entidad</b>	<b>Patrimonio Nación</b>	<b>Participación porcentual</b>	<b>Número empresas</b>
Ministerio de Hacienda y Crédito Público	60.847.155	86,55	33
Ministerio de Educación Nacional	2.886.143	4,11	1
Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio	2.438.832	3,47	2
Ministerio de Comercio, Industria y Turismo	1.659.270	2,36	3
Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural	941.149	1,34	13
Ministerio de Salud	385.604	0,55	4
Ministerio del Interior	384.485	0,55	1
Ministerio del Trabajo	172.165	0,24	1
Departamento Nacional de Planeación	143.270	0,20	1
Ministerio de Transporte	117.442	0,17	34
Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones	325.529	0,46	10
Ministerio de Minas y Energía	463	0,00	4
Nación	57	0,00	2
<b>Total</b>	<b>70.301.563</b>	<b>100,00</b>	<b>109</b>

Fuente: CHIP e información remitida por los ministerios (31 de diciembre de 2017).

A continuación, se presenta el análisis de los factores que limitan la generación de valor económico y social de este portafolio.

#### **4.1. Ineficiencias en la administración del portafolio de empresas y participaciones de la Nación**

Del total del portafolio mencionado, el Estado tiene capacidad de direccionamiento y control en 39 empresas, bien sea porque es el único propietario o porque cuenta con más del 50 % de la propiedad accionaria. Estas empresas y participaciones tienen un valor de alrededor de 68 billones, es decir el 96 % del valor total del portafolio empresarial de la Nación. En las 70 empresas restantes, el Estado tiene una participación accionaria inferior al 50 %, que representa menos del 4 % del valor del portafolio. Sin tener en cuenta la participación minoritaria de la Nación en Colombia Telecomunicaciones (Coltel), estas

participaciones no suman más del 1 % del valor del portafolio (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2016).

En términos de rentabilidad, durante el período 2011 a 2016 el retorno sobre el patrimonio (ROE) del portafolio fue decreciente debido a las menores utilidades generadas por Ecopetrol durante la compleja coyuntura del sector petrolero. No obstante, en el 2017 se revirtió esta situación y la compañía petrolera volvió a generar utilidades por más de 6 billones de pesos. De 2011 a 2014, el retorno sobre el patrimonio (ROE) promedio del portafolio de empresas fue de 7 %, en tanto que en 2015 fue de -1,97 % y en 2016 de nuevo fue positivo con 5,32 % (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2016).

Si se discrimina según el nivel de participación del Gobierno nacional, se observan grandes diferencias de rentabilidad entre las empresas controladas y aquellas donde la Nación tiene participación minoritaria (Tabla 3). Mientras que el ROE de las 40 empresas donde la Nación tenía control en 2016 fue de 5,6 %, el de las 79 empresas con participación minoritaria fue de -4,5 %.

**Tabla 3. Valor patrimonial y rentabilidad de las empresas por nivel de participación accionaria, 2016**

<b>Participación porcentual accionaria</b>	<b>Número de empresas</b>	<b>Porcentaje del patrimonio del Estado en empresas</b>	<b>ROA (porcentaje)</b>	<b>ROE (porcentaje)</b>
Mayor a 90 <sup>(a)</sup>	24	24	1,3	5,2
Entre 50 y 90	16	75	2,9	5,7
Entre 10 y 50	34	0,5	-2,1	-4,7
Menor a 10	45	0,3	-0,7	-2,6
<b>Total</b>	<b>119</b>	<b>100,0</b>	<b>1,6</b>	<b>5,3</b>

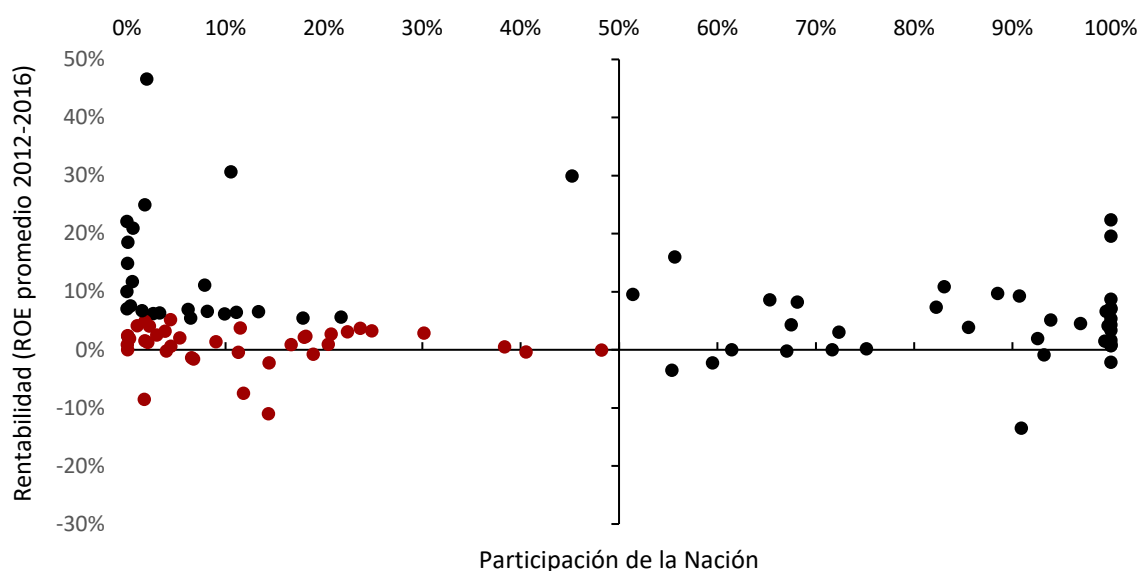
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Participaciones Estatales, Consolidador de Hacienda e Información Pública CHIP e información remitida por los ministerios y departamentos administrativos de la Tabla 2 (31 de diciembre de 2016).

Nota: <sup>(a)</sup> Incluye EICE y ESE del orden nacional que no están constituidas por acciones y que por lo tanto son de propiedad total de la Nación.

Durante los últimos cinco años, más de 30 participaciones minoritarias han presentado una rentabilidad promedio menor que la inflación promedio durante el mismo periodo (Gráfico 1). En el caso de empresas controladas que cumplen con objetivos de política pública, una baja rentabilidad financiera puede ser resultado de los costos que le genera cumplir con dichos objetivos. Por el contrario, en empresas con participaciones minoritarias, dado que no cumplen con objetivos de política pública (la Nación no cuenta con el control para direccionarlas hacia objetivos distintos de la generación de rentabilidad financiera), la

razón de propiedad estatal se centraría en la generación de una adecuada rentabilidad financiera.

**Gráfico 1. Participación accionaria y rentabilidad de las empresas y participaciones de la Nación**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Participaciones Estatales, Consolidador de Hacienda e Inversiones Públicas (2016).

Nota: Satena, Colpensiones y Colombia Telecomunicaciones no se grafican, pues en libros tienen patrimonio negativo y por tanto su ROE no se puede calcular a partir de estos. Tampoco se grafican Solomos, Embarcadero de Girardot, Fondo Ganadero del Cesar, ZebraCom, Mataderos Frigorífico de Villavicencio, Energuapi, Hotel Sevilla, CIA Hotelera Cartagena de Indias, Hotel el Portón, Comercializadora Internacional Colombia Beef, Proagán, Cauchos San Pedro por estar en liquidación, reorganización, no haber datos disponibles o ser participaciones aún no registradas a favor de la Nación.

Los puntos rojos representan las empresas con participación minoritaria donde la rentabilidad promedio fue menor a la inflación promedio para 2012-2016 (4,12 %).

Como ya se mencionó, en parte de los casos en los que el Estado es accionista minoritario, su participación se originó en un acto en el que no medió su voluntad expresa. En el sector energético, estas participaciones se dieron por la liquidación de empresas como la Corporación Eléctrica de la Costa (Corelca). Algunas participaciones que tiene el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural se derivaron de la liquidación del Fondo Emprender. Finalmente, la propiedad accionaria de ciertas empresas de los sectores de industria y servicios fueron recibidas tras la liquidación de entidades como el Instituto de Fomento Industrial.

Mantener empresas y participaciones no estratégicas tiene un costo de oportunidad, pues los recursos públicos invertidos en dichos activos podrían ser destinados a fines con un mayor retorno económico y social. Asimismo, los activos no estratégicos generan costos

operativos y de gestión para los ministerios encargados de ejercer el rol de accionista, además de los riesgos financieros y reputacionales normales asociados a ser accionista de cualquier empresa.

Estas debilidades fueron evidenciadas en el año 2013 a partir de la consultoría contratada por el Gobierno nacional con el fin de apoyar al Ministerio de Hacienda y Crédito Público en la definición de la estrategia de propiedad para el manejo de la participación accionaria de la Nación. Este ejercicio resaltó que no existen criterios para definir el tipo de compañías que deben componer el portafolio, ni una revisión periódica del mismo que facilite su gestión proactiva.

En esta misma línea, en el 2016, el Ministerio de Hacienda contrató una consultoría a través de un convenio de cooperación técnica no reembolsable con el BID, para determinar el valor de mercado de las 30 empresas de mayor relevancia patrimonial, e identificar posibles sinergias y palancas de valor que permitiesen maximizar el valor del portafolio. De esta consultoría se derivaron varias conclusiones, a saber:

- 23 empresas presentan una rentabilidad inferior a la rentabilidad mínima esperada (considerando los criterios del modelo de valoración de activos CAPM para cada tipo de industria y de empresa).
- 10 empresas tienen un valor de mercado por debajo de su valor en libros.
- 11 empresas que no tienen un objeto de política pública definido rentan por debajo de su costo de oportunidad y las que desarrollan objetivos de política pública presentan insuficiencias en la definición y medición del valor social.
- Las generadoras y distribuidoras de energía tienen un gran potencial para capturar mayor valor a partir de la centralización de la actividad comercial, de la gestión y desarrollo de proyectos o de fusión de algunas empresas.
- Las empresas del sector financiero pueden mejorar su rentabilidad, reducir costos, e integrar servicios a través de la constitución de un *holding* financiero. De igual manera los bancos de segundo piso pueden llegar a acceder a un fondeo más competitivo y una optimización de sus costos si se integran en una sola entidad.
- Algunas empresas financieras presentan un rendimiento de su portafolio de inversiones inferior al rendimiento del mercado y presentan oportunidades de mejora en la diversificación de sus portafolios, y sus políticas de riesgo.
- Algunas compañías del sector financiero tienen alta rotación de personal debido a salarios poco competitivos en relación con el resto de las compañías de la industria.
- Se debe buscar reducir la rotación de directivos y presidentes para fortalecer las prácticas de gobierno corporativo y la continuidad de las estrategias corporativas.

- Existen oportunidades de mejora en las estructuras de capital de las empresas.

Resulta evidente la necesidad de definir cuáles empresas desarrollan objetivos de política pública con el fin de establecer criterios objetivos que permitan evaluar su gestión y eficiencia, así como fijar objetivos mínimos de rentabilidad. El portafolio presenta un gran potencial de valor que se puede capturar a través de la materialización de sinergias, optimización de estructuras de capital, mejores fuentes de fondeo, revisión de los planes estratégicos de algunas empresas y su plan de inversiones, así como con el desarrollo de iniciativas regulatorias que permitan atraer y retener el mejor capital humano, brindar un mejor marco de actuación para la toma de decisiones por parte de sus administradores y fortalecer el gobierno corporativo de algunas empresas.

#### **4.2. Debilidades en el direccionamiento y control de las empresas y participaciones estratégicas para la Nación**

Si bien la Nación tiene la capacidad de influir de manera directa en 39 EICE, ESE y SEM, esta resulta exigua en el direccionamiento estratégico de las compañías si no se les da un mandato explícito que comunique claramente los objetivos económicos y de política pública que la empresa debe desarrollar. La falta de un mandato explícito y claro puede generar ambigüedades entre los objetivos financieros y de política pública de las empresas y dificultar el monitoreo y evaluación del desempeño de los directorios, los administradores y en general de las empresas (DNP, 2015).

Las conclusiones de la consultoría contratada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en 2013 coinciden con este análisis y agregan lo siguiente:

- Es clave determinar lineamientos sobre dónde y cuándo invertir o desinvertir.
- Hace falta definir metas suficientemente claras para demostrar si los objetivos de las empresas se cumplen o no en el tiempo.
- Debe haber mayor continuidad de la estrategia de largo plazo de las empresas, pues en ocasiones están sujetas a modificaciones en el corto plazo por la gerencia o junta directiva.
- Las empresas deben planificar más a largo plazo (y comunicarlo) y fortalecer los procesos de seguimiento de corto plazo.

Adicionalmente, si bien el Gobierno ha realizado evaluaciones periódicas de los presupuestos de algunas empresas (específicamente en EICE y asimiladas no financieras), lo hace de acuerdo con la norma de presupuesto estatal y no bajo la lógica financiera de una empresa privada. La estructura de proyecciones financieras del estado de resultados de una empresa dista en su estructura del presupuesto de ingresos, recursos de capital y gastos de una entidad pública; lo cual dificulta el entendimiento de su propuesta de valor en el corto



plazo, su rentabilidad esperada y la adecuada toma de decisiones desde una perspectiva empresarial.

Asimismo, los actores involucrados (p.ej. empresa, Nación como propietario o accionista y el público general) raras veces tiene información precisa sobre cuánto le cuesta a cada empresa estratégica adelantar los objetivos de política pública que la Nación les encomienda, ni cuánto valor genera adelantando dichos objetivos (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2016).

Así, no se cuenta con suficiente información sobre el valor que generan las empresas de la Nación en sus objetivos de política pública ni sus costos asociados. Esto impide un análisis sobre el costo-beneficio y el desempeño de las empresas y participaciones accionarias de la Nación y debilita el ejercicio de su rol como propietario (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2016).

El enfoque de direccionamiento y control de empresas en las que el Estado cuenta con participación mayoritaria no tiene aún la formalidad requerida para garantizar que sean administradas de manera eficiente, rentable y encaminadas al cumplimiento de sus objetivos estratégicos (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2016).

#### **4.3. Debilidades en la gestión de las empresas y participaciones no estratégicas y ausencia en formulación integral de estrategias de rotación del portafolio**

Durante las últimas dos décadas, el Gobierno nacional adelantó varios procesos de desinversión sobre participaciones mayoritarias que mantenía en los sectores energético y financiero. Sin embargo, no profundizó en conceptos de optimización de valor, sino que se centró en la necesidad de sanear las finanzas públicas y enfocar los limitados recursos públicos en inversión social. Igualmente, en el caso de las empresas financieras buscó mitigar cualquier tipo de riesgo que representaba mantener dichas inversiones. Asimismo, no se fijaron parámetros de direccionamiento y gestión para capturar un mayor valor de las participaciones que permanecían en el portafolio de la Nación.

Ahora bien, los requisitos para la enajenación de estas participaciones minoritarias, en el marco de la Ley 226 de 1995, generan costos y cargas operativas que no son proporcionales con los recursos obtenidos por la desvinculación de capital público. Esta ley obliga a la Nación a implementar una línea de crédito para el sector solidario, la cual muchas veces no es utilizada y, por el contrario, genera cargas y dilaciones al proceso. Además, exige el cumplimiento de ciertos requisitos como la elaboración de decretos, reglamentos o celebración de sesión de consejo de ministros, que son difícilmente justificables para enajenar participaciones cuyo valor no supera el 0,005 % del total del portafolio de empresas.

Adicionalmente, realizar la venta de estas participaciones minoritarias en diferentes etapas puede castigar el valor de las acciones en las subsiguientes etapas, impidiendo su enajenación. Como ejemplo, en 2007 en el marco de los procesos de venta de los fondos ganaderos en los que participa el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, se requirió que el Gobierno nacional suscribiera un convenio interadministrativo con las entidades territoriales interesadas en la compra de estas acciones bajo la modalidad de *todo o nada*, buscando la adquisición de la totalidad de la participación para mitigar este riesgo. A pesar de esta iniciativa que subsanaba inconvenientes de la Ley 226 de 1995, estos procesos de venta no prosperaron

Teniendo en cuenta lo anterior, con el artículo 162 de la Ley 1753 de 2015 y el Decreto 1778 de 2016<sup>23</sup> que lo reglamenta, se facilita en gran medida la rotación del portafolio, pues permite llevar a cabo procesos de enajenación de algunas participaciones menores al 10 % de manera más expedita a través del colector de activos públicos de la Nación, central de inversiones S.A. (CISA).

No obstante, aún se evidencian dificultades para la desvinculación de capital estatal donde la participación es entre el 10 % y el 50 %. Por lo menos en la mitad de este grupo de empresas el valor patrimonial correspondiente al Estado (valor en libros) no supera los 2.000 millones de pesos, lo cual dificulta su enajenación en el marco de la aplicación de la Ley 226 de 1995.

## **5. DEFINICIÓN DE LA POLÍTICA**

Con el fin de promover una gestión más eficiente del portafolio de empresas y participaciones accionarias de la Nación, se establecen criterios para orientar la selección de los activos estratégicos. Para dichos activos, con base en la razón de propiedad que persiguen, se indican lineamientos para direccionarlos hacia la creación de valor y se presentan parámetros de evaluación y monitoreo para analizar de manera clara y transparente su desempeño en el cumplimiento de sus objetivos.

En el caso de los activos que no cumplen con los objetivos de propiedad estatal y por lo tanto no deben considerarse estratégicos, se recomiendan las pautas para llevar a cabo estrategias de salida ordenadas, a través de procesos de enajenación y democratización. Además, mientras permanezcan en el portafolio de la Nación, se sugiere establecer lineamientos para direccionarlas hacia la creación de valor de manera que maximicen los recursos generados en su eventual enajenación.

---

<sup>23</sup> Por el cual se modifica el Título 2 de la Parte 5 del Libro 2 del Decreto número 1068 de 2015 en lo relacionado con la movilización de activos, planes de enajenación onerosa y enajenación de participaciones minoritarias.

## **5.1. Objetivo general**

Establecer una estrategia de gestión del portafolio de empresas y participaciones accionarias de la Nación con el fin de segmentar el portafolio entre empresas y participaciones accionarias estratégicas y no estratégicas y recomendar lineamientos de gestión para direccionar cada tipo de empresa o participación hacia la generación de valor económico y social.

## **5.2. Objetivos específicos**

OE1. Establecer criterios que orienten la selección de empresas o participaciones accionarias del Estado estratégicas con el fin de aplicar una gestión diferenciada que permitan la generación de valor.

OE2. Definir lineamientos y criterios rectores para el direccionamiento de las empresas y participaciones consideradas estratégicas.

OE3. Definir lineamientos y criterios rectores para el direccionamiento de las empresas y participaciones consideradas no estratégicas.

## **5.3. Plan de acción**

La presente política plantea criterios para la determinación de empresas y participaciones del Estado que son estratégicas y no estratégicas, así como lineamientos y criterios rectores para su direccionamiento, que se recomienda sean implementados por los ministerios y el DNP. Con esto se busca hacer gestión de portafolio más eficiente y optimizar la generación de valor económico y social. Adicionalmente, se prevén acciones para impulsar la implementación de estos lineamientos. A estas se les hará seguimiento a través del Plan de Acción y Seguimiento (PAS) (Anexo A). Estas acciones están planteadas para un horizonte de tres años (2018-2020), plazo que permitirá aplicar y consolidar el modelo de administración del portafolio de empresas de la Nación. Estas acciones son producto de compromisos entre diferentes actores del Gobierno nacional, así como de la evaluación técnica para la incorporación de mecanismos de seguimiento y administración del portafolio de estas empresas.

### **5.3.1. Criterios recomendados para la determinación de las empresas o participaciones accionarias del Estado estratégicas**

Las empresas y participaciones que se consideran estratégicas para la Nación son aquellas que cumplen con los criterios definidos en el Documento CONPES 3851 y discutidos en este documento, en la sección de marco conceptual. Con base en dichas razones, las empresas estratégicas se pueden clasificar en uno de los siguientes grupos:

- Grupo 1: empresas que desarrollan objetivos de política pública.

- Grupo 2: empresas que generan alta rentabilidad y que son fuente de ingresos fiscales para el Estado.

Estos grupos permiten identificar de manera clara las condiciones para que una empresa sea incorporada en el portafolio, de acuerdo con su vocación de largo plazo. A continuación, se establecen los criterios que debe cumplir una empresa para ser considerada parte de cada uno de estos dos grupos.

### **Grupo 1: empresas que desarrollan objetivos de política pública**

Son empresas en las cuales el Estado busca corregir fallas de mercado o gobierno, o participar en sectores estratégicos para el Gobierno nacional. A continuación, se presentan los criterios que debe cumplir cada empresa para hacer parte de cada categoría. En todo caso, estos deben ser validados por la entidad gubernamental que ejerza el rol de propietario. Es importante resaltar que para que una empresa pueda ser considerada parte del grupo 1, la Nación debe contar con una participación mayoritaria.

### **Empresas que buscan corregir fallas de mercado o gobierno**

Las empresas que permiten al Estado corregir fallas y distorsiones de mercado o gobierno serán consideradas como estratégicas debido a que son un instrumento para corregir una situación en la cual el mercado no logra asignar eficientemente los recursos y maximizar el bienestar social. El Gobierno nacional debe observar que las empresas estatales se categorizan en este grupo si cumplen con al menos uno de los siguientes criterios: (i) responden a fallas de competencia; (ii) a causa de mercados incompletos (mercados ausentes, pero necesarios) en los cuales el suministro de bienes o servicios públicos por parte del mercado no es el adecuado; (iii) son monopolios naturales, o (iv) presentan externalidades positivas o corrigen externalidades negativas presentes en el mercado.

Además, se recomienda verificar que la resolución de esa falla de mercado, gobierno o de articulación sea competencia de la Nación y no de gobiernos subnacionales o entidades que no son del orden nacional.

Así mismo, el Gobierno debe evaluar la conveniencia de intervenir ante una falla de mercado a través de otros mecanismos que puedan ser eventualmente más eficientes o eficaces, como cambios en la regulación, subvenciones, subsidios o la contratación con privados. En este sentido, cuando el Gobierno toma la decisión de intervenir a través de una empresa, debe identificar claramente la falla de mercado que pretende cubrir, así como las dificultades que se pueden presentar para definir la cantidad o calidad del bien o servicio a proveer y los costos, riesgos u obstáculos que se puedan derivar con el suministro mediante la suscripción de un contrato con el sector privado. Del mismo modo resulta necesario evaluar el desarrollo del mercado y de la regulación aplicable, las necesidades de innovación que

se requieran y si las pérdidas de eficiencia que se puedan originar de la intervención del Estado no exceden las pérdidas de bienestar que se derivan de la falla de mercado.

Se debe mencionar que las empresas que buscan implementar una política de desarrollo productivo o económico buscan corregir fallas de mercado, por lo cual se recomienda verificar que en su objeto social o en su misión tengan contempladas las actividades de política pública que realizan. De igual forma, es conveniente revisar que las políticas de desarrollo estén alineadas con el plan nacional de desarrollo vigente, la Política Nacional de Desarrollo Productivo o la política sectorial que formule el ministerio al cual se encuentren adscritas o vinculadas. En caso de que no se encuentren incorporadas en ninguno de estos documentos, se recomienda que la entidad propietaria revise por lo menos cada nuevo período de gobierno (cuatro años) que la empresa cumpla alguno de los siguientes criterios: (i) promoción y crecimiento de uno o varios sectores de la economía o varias regiones del país; (ii) formalización e inclusión financiera; (iii) incorporación de procesos de innovación y sofisticación en sus procesos productivos; (iv) incorporación de procesos de transferencia de conocimiento y tecnología; (v) generación de encadenamientos productivos, o (vi) incursión de nuevos mercados.

### **Empresas que participan en sectores estratégicos**

Por otro lado, existen empresas que le permiten al Estado participar en sectores o industrias estratégicos. Estas consideraciones se pueden enmarcar en alguno de los siguientes criterios: (i) contar con el control parcial o total de algún recurso natural para su explotación o conservación (por ejemplo, autosuficiencia energética), (ii) garantizar la seguridad nacional, (iii) fortalecer la presencia estatal en ciertas regiones, (iv) asegurar el monopolio de algún bien o servicio que desea conservar el Estado por consideraciones de interés nacional o (v) garantizar la prestación de un bien o servicio que por consideraciones legales o estratégicas debe mantener bajo su control. Es necesario dejar claramente definido cuáles son las razones y criterios que permiten clasificar a alguna empresa en este grupo.

Por otro lado, si la Nación tiene una participación minoritaria en una empresa que considera estratégica por consideraciones de política pública, se recomienda adelantar las acciones necesarias para adquirir una posición de control con el fin de poder direccionarla hacia objetivos de política pública.

La clasificación de una empresa del orden nacional en este grupo debe ser validada por la Comisión Intersectorial para el Aprovechamiento de Activos Públicos (CAAP)<sup>24</sup>. En caso

---

<sup>24</sup> Conformada por el ministro de Hacienda y Crédito Público, el director administrativo de la Presidencia y el director del DNP. De acuerdo con el Decreto 1411 de 2017, dentro de sus funciones están: (i) recomendar y participar en la coordinación de políticas, estrategias y objetivos de las empresas indicadas en el artículo 1 del mencionado decreto; (ii) diseñar y recomendar al Gobierno nacional estrategias coordinadas que le permitan al Estado avanzar hacia un modelo centralizado de propiedad estatal; (iii) presentarle al CONPES la(s) estrategia(s)

de que la comisión tenga alguna observación sobre esta clasificación, se recomienda que la entidad propietaria presente un análisis en el que se demuestre que la propiedad de esa empresa es la mejor alternativa para solucionar una falla de mercado, o los beneficios que genera por interés nacional son superiores a los costos.

Por último, para la creación o incorporación de cualquier empresa nueva en el portafolio de la Nación, se recomienda primero realizar un análisis de la falla de mercado que se va a atender y la posibilidad de que la misma sea resuelta con regulación, subsidios o impuestos dirigidos. De igual forma, se sugiere evaluar la posibilidad de contratar con un privado la provisión del bien o servicio que se quiera suministrar a través de una empresa, así como la relación costo beneficio, análisis de conveniencia financiera e ineficiencias o fallas de gobierno que puedan surgir a partir de diferentes opciones de intervención estatal.

## **Grupo 2: empresas que generan alta rentabilidad financiera**

El Estado mantiene la propiedad en estas empresas principalmente por consideraciones económicas, debido a su alto nivel de rendimientos y aporte a los ingresos de capital del Presupuesto General de la Nación (PGN). Estas empresas pueden operar en cualquier sector de la economía y podrán ser conservadas en el portafolio de largo plazo de la Nación. Se recomienda que las empresas aquí agrupadas cumplan con los siguientes parámetros de rentabilidad y de aporte de ingresos al PGN:

- La Nación tiene una participación mayoritaria.
- El retorno sobre el patrimonio (ROE) en libros debe ser superior a la TSD. Esto debe cumplirse por lo menos durante tres de los últimos cinco años.
- Se recomienda que las empresas que cumplan con el criterio anterior sean valoradas para determinar si el retorno que recibe el gobierno es mayor al costo del capital y si resulta más rentable mantener la participación que llevar a cabo un proceso de desinversión. Esto teniendo en cuenta consideraciones de riesgo y de oportunidad contempladas en el modelo CAPM. Se sugiere considerar, de acuerdo a la naturaleza y al sector al que pertenezca la empresa, que cumpla al menos con alguno de los

---

de enajenación de las participaciones del Estado en las empresas indicadas en el artículo 1 del Decreto 1411 de 2017; (iv) presentar el plan de enajenación anual al Congreso de la República conforme a lo establecido en el párrafo del artículo 80 de la Ley 226 de 1995 o demás normas que la modifiquen o complementen; (v) recomendar la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas indicadas en el artículo 10 del Decreto 1411 de 2017 que le permitan elevar progresivamente los estándares de gobierno corporativo de dichas empresas; (vi) presentar, recomendar o diseñar las propuestas de aprovechamiento de recursos públicos mediante, entre otros, enajenaciones, capitalizaciones o descapitalizaciones de las empresas indicadas en el artículo 10 del Decreto 1411 de 2017; (vii) sin perjuicio de lo establecido en los artículos 16 y 97 del Estatuto Orgánico de Presupuesto o normas que lo complementen o modifiquen, presentar o recomendar capitalizaciones de las empresas indicadas en el artículo 1 del Decreto 1411 de 2017 y (viii) recomendar la creación o constitución de subordinadas o la escisión o fusión de las empresas.

siguientes criterios de generación de valor: (i) el ROE<sup>25</sup> sea mayor que el costo del patrimonio a valor de mercado, (ROME), (ii) el ROIC<sup>26</sup> sea mayor al WACC, de acuerdo con el valor del capital invertido a mercado, (iii) el retorno total de los accionistas (considerando el incremento porcentual del valor del patrimonio o la acción y los dividendos) sea mayor al costo del patrimonio.

Además de los análisis de generación de valor históricos y del año más reciente, es oportuno determinar si en el mediano plazo (tres a cinco años), la empresa podrá consolidar una dinámica de generación de valor teniendo en cuenta los indicadores antes descritos. Si únicamente se cumple para dos años de la proyección de los siguientes cinco años, se podrá revisar el cumplimiento de estos criterios en el sexto y séptimo año.

Bajo esta misma lógica, siempre que una empresa o participación vaya a ser enajenada, es conveniente realizar esta misma valoración y proyecciones de los cinco años siguientes. Si cumple con los criterios de rentabilidad en por lo menos tres de los cinco años proyectados, podrá ser considerada un activo estratégico por rentabilidad, a menos que los recursos producto de una eventual enajenación sean superiores o se dirijan a fines con mayor rentabilidad.

Para la creación de empresas por consideraciones de rentabilidad es aconsejable considerar ante todo la conveniencia fiscal y el estado de las finanzas públicas. Esto sin perjuicio de que ante un escenario macroeconómico y fiscal superavitario o más favorable, la Nación pueda utilizar una compañía para invertir sus excedentes bajo los criterios de valor aquí establecidos.

De los criterios descritos se desprende que no es recomendable para la Nación mantener participaciones minoritarias y que la única razón para que continúen en el largo plazo en el portafolio, es que la entidad del gobierno que ejerza el rol de propietario planea adquirir la participación mayoritaria. Otra alternativa es que se promueva en el corto plazo la entrada de inversionistas, en caso de que sea un mercado poco desarrollado, o se necesite promover alguna política pública en las regiones, para que en el mediano o largo plazo se cuente con mecanismos que faciliten la salida de la Nación. El Estado actuará como cualquier otro participante del mercado para adquirir una posición mayoritaria y, en ningún caso, implicará la expropiación de los demás accionistas.

Los criterios de segmentación de empresas estratégicas son invariables, aunque los resultados de su aplicación son dinámicos y pueden cambiar conforme a una nueva empresa cumpla con los requisitos para ser considerada como estratégica o las empresas que se consideren como tal dejen de serlo. Por lo tanto, se realizará una revisión y actualización de

---

<sup>25</sup> Se debe calcular el valor del patrimonio a mercado.

<sup>26</sup> Se debe calcular el valor del capital invertido a mercado.

esta lista cada año. Cuando una empresa deje de ser considerada estratégica el Gobierno nacional buscará su salida observando los criterios de generación de valor económico de una empresa no estratégica. Así mismo, para una empresa considerada estratégica por criterios de rentabilidad, podrá examinar su salida si los recursos producto de su enajenación son invertidos en proyectos con mayor retorno económico y social.

### **Acciones para impulsar la implementación de la estrategia**

Para asegurar la implementación de estos lineamientos, el Plan de Acción y Seguimiento (PAS) (Anexo A) define las acciones críticas a las cuales se les hará seguimiento semestral durante las vigencias 2018 y 2020.

La Dirección de Participaciones Estatales del Ministerio de Hacienda y Crédito Público definirá la lista de empresas estratégicas para el año 2018, de acuerdo con los criterios definidos en este documento. Este listado deberá ser validado por la CAAP a más tardar en diciembre de 2018. A partir de 2019, a más tardar en septiembre de cada año, dicho ministerio aplicará la metodología nuevamente, para definir la lista de empresas estratégicas para el año siguiente.

Cabe aclarar que la entidad que será creada, con el fin de centralizar las responsabilidades de propietario de la Nación, según lo definido en el Documento CONPES 3851, asumirá la labor de aplicar anualmente esta metodología.

### **5.3.2. Lineamientos y criterios rectores recomendados para el direccionamiento de las empresas consideradas estratégicas**

Esta sección recomienda los lineamientos de propiedad y parámetros de administración que los ministerios y el DNP, en su rol de propietarios, deben priorizar para las empresas estratégicas. De esta forma, se pretende ejercer un direccionamiento estratégico de las compañías a través de mandatos claros y explícitos en relación con los objetivos económicos y de política pública que desarrollar, así como directrices formales y periódicas hacia los miembros de junta directiva, lo cual facilita el monitoreo y evaluación del desempeño de las empresas. Para esto, se recomienda a los ministerios y al DNP aplicar el ciclo de gestión de las empresas con participación accionaria de la Nación (Figura 1). Estos lineamientos se presentan de manera general para que cada entidad propietaria tenga la flexibilidad necesaria para direccionar sus empresas de acuerdo con sus especificidades y los mercados en los que actúa.



**Figura 1. Ciclo de gestión de las empresas con participación accionaria de la Nación**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2013).

### **Direccionamiento estratégico, sostenibilidad y gestión de valor**

A partir de un enfoque gerencial, se otorga a la alta dirección de cada empresa la tarea de formular un plan estratégico que deberá estar alineado con los intereses de los accionistas y las razones de propiedad que justifican la participación de la Nación en la empresa, incluyendo metas e indicadores claros de gestión que permitan realizar un seguimiento adecuado por parte de quienes ejercen el rol de propietario. En la etapa de planeación estratégica se sugiere considerar las siguientes características de la gestión orientada a resultados: objetivos medibles que permitan evaluar los resultados; misión, visión y valores de la compañía alineadas con sus objetivos; metas operacionales y financieras claras y medibles; presupuesto, política de financiamiento y estructura de capital consistente; principales inversiones y proyectos alineados, y riesgos estratégicos y contingencias que puedan impactar severamente el negocio.

Es recomendable que las empresas formulen un presupuesto financiero para cada vigencia anual, cuyo seguimiento se realice de manera periódica con ocasión de cada reunión de junta directiva. Además, es conveniente que la empresa realice los cálculos necesarios para diferenciar el costo de sus operaciones entre aquellas que se dan en cumplimiento de sus objetivos estratégicos y aquellos en el desarrollo de su operación

comercial. En razón a esto, los ministerios y el DNP podrán analizar si el beneficio económico obtenido es razonable con el cumplimiento de los objetivos de desarrollo de política pública.

Por lo anterior, es necesario que las entidades que ejercen funciones de propietario comuniquen mandatos claros y explícitos a todas sus empresas estratégicas y sus respectivas juntas directivas para alcanzar los objetivos fijados. Estos mandatos deben incluir lineamientos generales en materia de rendición de cuentas, divulgación de información, sostenibilidad corporativa, direccionamiento estratégico y los demás que se consideren adecuados para generar valor económico y social. Se recomienda que el mandato quede contenido en los estatutos de la empresa, la mega misión o visión, los acuerdos de desempeño de la administración o juntas directivas o cualquier otro documento público de la compañía.

Como resultado de la aplicación de estas directrices, todas las empresas estratégicas contarán con un objetivo general explícito conforme a los criterios establecidos en esta política. La asignación de las empresas en cada uno de los grupos definidos debe ser transparente y totalmente coherente con la operación que realiza, su foco estratégico y los objetivos que persigue el Estado a través de esta. De otra parte, se recomienda procurar en todo momento la maximización del valor económico, así la empresa desarrolle una política pública. La evaluación y determinación de palancas de valor, ineficiencias y sinergias es clave para el crecimiento rentable de las compañías. Respecto al aprovechamiento y captura de sinergias, resulta prioritario evaluar las recomendaciones realizadas por la consultoría de gestión del valor contratada por el BID en el 2017 para el Ministerio de Hacienda y Crédito Público con el fin de materializar eficiencias entre compañías de los sectores energético y financiero y evaluar la fusión de compañías o la integración por medio de empresas *holding*.

En esta línea, se aconseja evitar que las compañías del portafolio de la Nación tengan objetivos contradictorios entre sí. De igual forma, no podrán formularse objetivos en detrimento de otra empresa del portafolio, sin perjuicio de la libre competencia en el desarrollo de sus actividades comerciales no estratégicas. La CAAP estará encargada de verificar la consistencia entre objetivos de las empresas y participaciones accionarias de la Nación.

Se recomienda al Gobierno nacional priorizar los esfuerzos para que las empresas y participaciones estratégicas adopten de manera íntegra las directrices de gobierno corporativo contenidas en el Documento CONPES 3851, en particular, en cuanto a la adopción de buenas prácticas de composición y funcionamiento de la junta directiva, principios de rendición de cuentas y revelación de información y la relación de la junta directiva con la administración. Adicionalmente, se sugiere observar varios principios que promueven la sostenibilidad de largo plazo de las empresas. En primer lugar, promover la generación de capacidades para la autosostenibilidad financiera, de manera que las empresas generen los recursos suficientes para garantizar su operación, sin requerir subsidios, subvenciones o recursos adicionales por parte del Estado, salvo los que se

encuentren previstos por ley en determinados sectores o para el apoyo de programas específicos.

Las empresas que reciben transferencias directas del presupuesto nacional o subvenciones para desarrollar su operación deberán ser autosostenibles, de tal forma que su labor comercial cubra los costos de la política pública que desarrollan. En caso de que no se alcance su sostenibilidad financiera, se deberá analizar el cambio de naturaleza jurídica de la empresa, su viabilidad frente a otras opciones de intervención del Gobierno en el mercado, o buscar los mecanismos para transferir la propiedad a las regiones que consideran algunas de estas participaciones como estratégicas, cuando sea el caso.

Así mismo, dentro de la definición de mandatos estratégicos, el Gobierno nacional podrá capitalizar sus empresas estratégicas teniendo en cuenta lo dispuesto en la Ley 185 de 1995 respecto a no destinar los recursos de la capitalización para cubrir un déficit operativo permanente. Se podrá realizar un proceso de capitalización cuando:

- Se capitalicen utilidades en cumplimiento de una disposición legal o para fortalecer patrimonialmente la empresa.
- Se requiere alcanzar indicadores mínimos de solvencia requeridos por ley o por organismos reguladores.
- Se estima rentable o menos desfavorable para el Estado la capitalización de las acreencias que las empresas tienen con la Nación.
- Se considera favorable para la empresa y para el Estado la capitalización representada en bienes en especie.
- Se encuentra en riesgo la prestación de un servicio público, la protección de intereses estratégicos del Estado o puede haber un desequilibrio importante en un sector que impacte negativamente la economía nacional.
- En casos en los cuales se estima que la capitalización puede generar un mayor valor de la empresa que permita la generación de mayor valor económico en el futuro para la Nación.
- Lograr una participación mayoritaria en una empresa que la Nación considera estratégica y que actualmente no la tiene.

La Nación sustentará mediante un análisis técnico y financiero detallado la existencia de alguna de estas situaciones a la hora de realizar capitalizaciones, sin necesidad de que se realice un documento CONPES para cada una de estas.

En segundo lugar, se fomentará la sostenibilidad operativa, a través de la implementación de estrategias y prácticas orientadas a cumplir con las siguientes políticas: responsabilidad social corporativa y ética empresarial; administración de riesgo estratégico,

operacional; sostenibilidad ambiental; desarrollo de talento humano, condiciones óptimas de trabajo y salud ocupacional; derechos humanos, igualdad y diversidad; estructura óptima de capital, distribución de dividendos y evaluación de proyectos; altos estándares de divulgación de información y, mecanismos de prevención de hechos de corrupción.

### **Seguimiento, control y monitoreo**

A los ministerios y departamentos administrativos que ejerzan los derechos de propiedad sobre empresas estratégicas se recomienda establecer indicadores de desempeño que permitan evaluar y monitorear a las empresas, verificar y evaluar el cumplimiento de los objetivos de política pública y establecer mecanismos de seguimiento y canales de comunicación formales para el intercambio de información con las empresas y las juntas directivas.

Además, se aconseja solicitar a cada empresa reportar el costo de desarrollar las políticas públicas que se les ha encomendado, diferenciándolos de los costos de las labores comerciales que realicen. Los resultados alcanzados y costos incurridos por cada empresa, asociados a sus objetivos de política pública, podrán ser publicados en los reportes anuales de empresas y participaciones de la Nación.

De esta manera, se podrá implementar un sistema de alertas tempranas que, a partir de un tablero de control y el seguimiento a indicadores financieros clave en cada una de las empresas, permita tomar decisiones oportunas respecto a las empresas consideradas estratégicas. Asimismo, los resultados del seguimiento integral a cada empresa estratégica podrán reflejarse en el reporte anual de empresas estatales. Finalmente, hacia adelante se recomienda que los mandatos, metas e indicadores de desempeño se reiteren o renueven por lo menos cada cuatro años.

Cuando el Gobierno nacional adquiera o cree una nueva empresa para hacer parte de su portafolio, se recomienda aplicar los mismos criterios descritos en esta sección relacionados con el direccionamiento estratégico, sostenibilidad y gestión del valor. Asimismo, se recomienda y adoptar de manera íntegra las directrices de gobierno corporativo, así como realizar el seguimiento, control y monitoreo de manera permanente, y vigilar el cumplimiento de los objetivos que justificaron su creación.

### **Acciones para impulsar la implementación de la estrategia**

Tal como se precisó en la sección anterior, a continuación, se presentan las acciones que aseguran la implementación de los lineamientos antes descritos durante las vigencias 2018 y 2020.

En primer lugar, los ministerios y el DNP comunicarán los lineamientos y parámetros de direccionamiento a las empresas consideradas estratégicas mediante la suscripción de

acuerdos de desempeño, durante los próximos tres años. En este plazo, hasta el 2020, se estima que el 100 % de las empresas estratégicas estará cubierto. Así mismo, los ministerios y el DNP definirán los indicadores de desempeño y su sistema de monitoreo. Se espera que, para junio de 2019, todas las empresas estratégicas lo tengan. Esta estrategia incluye el diseño de un formato electrónico por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público con los objetivos de política pública y rentabilidad de la empresa, las metas e indicadores para medir su rendimiento y los resultados. El formato deberá estar listo para diciembre de 2018.

Finalmente, con base en la información reportada por las empresas, los ministerios y el DNP establecerán mecanismos de seguimiento y monitoreo de la gestión de las empresas estratégicas a través de la implementación de un sistema de alertas tempranas y el análisis de los datos que arroje este instrumento. Los resultados se consolidarán en el reporte anual de empresas de la Nación, elaborado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público para el año 2020.

### **5.3.3. Lineamientos y criterios rectores para el direccionamiento de las empresas consideradas no estratégicas**

Las empresas que se clasifican como no estratégicas son aquellas que no cumplen con los criterios establecidos en la sección 5.3.1. En consecuencia, pueden ser incorporadas en los planes de enajenación que formule el Gobierno nacional, con el fin de movilizar los recursos de la Nación hacia la inversión social o proyectos con mayor retorno económico.

#### **Plan ordenado de desinversión**

Con el fin de formular una estrategia de salida respecto de las empresas en las que se tenga menor participación o se evidencien mayores riesgos o pérdidas potenciales que puedan afectar el patrimonio público; a continuación, se señalan los criterios de priorización para adelantar este proceso.

El primer aspecto para tener en cuenta es el tamaño de la participación y su rendimiento. En este sentido, las participaciones de menor magnitud son las que tienen una menor posibilidad de control y generan rendimientos poco significativos. Por esta razón, se recomienda priorizar la salida de participaciones inferiores al 10 %. En virtud de lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley 1753 de 2015 y del Decreto 1778 de 2016, la Nación podrá enajenar o entregar a CISA sus participaciones accionarias minoritarias, cuya propiedad haya sido producto de un acto en el que no haya mediado su voluntad expresa, o que provengan de una dación en pago, siempre y cuando la participación no supere el 10 % de la propiedad accionaria de la empresa. En el evento en que la Nación decida entregar las acciones para que CISA adelante el proceso de enajenación, este se efectuará conforme al modelo de valoración y al procedimiento establecido por CISA. Así, los ministerios que

cuenten con participaciones inferiores al 10 % podrán establecer convenios marco con CISA para ceder o enajenar estas participaciones accionarias.

Así mismo, es conveniente incluir en este plan las participaciones del Gobierno nacional que se encuentran entre el 10 % y 50 %, dado su bajo nivel de control. Así, cada ministerio establecerá planes de enajenación para estas empresas, siempre de conformidad con lo establecido por la Ley 226 de 1995. Se recomienda priorizar la enajenación o liquidación voluntaria de participaciones en donde:

- La empresa no cuenta con un plan estratégico o de negocios, ni con unas proyecciones financieras a partir de las cuales se pueda evaluar que está en capacidad de generar rentabilidad o un mayor valor. Se incluyen casos en que se requieren grandes inversiones por necesidades de renovación y modernización tecnológica.
- La rentabilidad (ROE, ROIC o porcentaje de crecimiento del valor de la empresa) no es positiva en ninguno de los cinco años siguientes al año de evaluación.
- El valor de mercado del patrimonio de la empresa es menor al valor patrimonial en libros y además la empresa presenta un retorno sobre el patrimonio (ROE) inferior a cero en el promedio de los últimos cinco años.
- Existe, a juicio del Gobierno nacional en su rol de accionista, una alta incertidumbre en el futuro de la empresa por la posible materialización de riesgos estratégicos, reputacionales, legales o de cualquier otra índole que tengan una alta probabilidad de afectar a la empresa.
- No se cuenta con un acuerdo de accionistas que le permita a la Nación influir en las decisiones clave de la compañía.
- No se tiene la posibilidad de participar en transacciones como capitalizaciones, fusiones o adquisiciones que le permitan incrementar la generación de un mayor valor.
- Existe un bajo potencial para generar un mayor valor en un proceso de enajenación en el futuro.

No obstante, en los casos en que se dificulte la venta de la participación por los altos costos de transacción en relación con el valor a enajenar o la ausencia de mercado dado el bajo nivel de participación a ofrecer, se sugiere documentar estas dificultades para proponer una iniciativa legislativa, liderada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que permita ajustar los requisitos a la realidad de estas participaciones.

En el mediano plazo se estima tener diferenciadas aquellas empresas en las que se evidencie un alto potencial de generación de valor y se tengan palancas de valor identificadas que otorguen mayores ingresos o mejoren el margen operacional, de aquellas

empresas con bajas perspectivas de valor, que se recomienda enajenar o democratizar aprovechando las condiciones de mercado si las hay.

Ahora bien, para determinar el potencial de generación de valor de cada empresa o participación accionaria, es conveniente que los ministerios y el DNP, en su rol de propietarios, establezcan mecanismos para la valoración a precios de mercado por lo menos cada dos años, así como una evaluación de la situación del mercado y del interés que pueda haber por estas inversiones. El Ministerio de Hacienda y Crédito Público asesorará a los demás ministerios y entidades del orden nacional en la valoración de su portafolio. A partir de estas valoraciones, se priorizará la enajenación de empresas que, a pesar de generar utilidades, tengan menores perspectivas de crear valor para el accionista en el mediano plazo (en los términos previstos para determinar las empresas estratégicas por rentabilidad mencionados en la sección 5.3.1 de este documento). Se priorizarán también las empresas en las que existan mejores oportunidades en el mercado para realizar un proceso de enajenación o democratización.

De igual forma, se debe procurar el mejor momento para ejecutar la estrategia de salida de acuerdo con los riesgos de la transacción. El Gobierno debe considerar si: (i) puede hacer la transacción en las condiciones actuales de mercado, (ii) los demás accionistas están de acuerdo con la transacción, (iii) se cuenta con los recursos financieros para la transacción, (iv) existe algún tipo de limitaciones políticas o regulatorias que pueden obstaculizar la transacción, (v) se cuenta con la capacidad de liderazgo y credibilidad para manejar la transacción.

La Nación deberá sustentar técnica y financieramente cada enajenación a la luz de los lineamientos establecidos en esta política, sin necesidad de que se realice un documento CONPES para cada una de estas transacciones.

### **Direccionamiento hacia la generación de valor**

La gestión del portafolio de empresas es dinámica, así como las oportunidades para capturar valor. Por ello, en tanto una empresa o participación permanezca en el portafolio de la Nación, es conveniente buscar la generación de valor. Para esto, los lineamientos aplicables dependen del nivel de participación accionaria de la Nación: superior al 50 %, entre el 50 % y el 10 % o inferior al 10 %. Este mayor valor se puede evidenciar a través de un mayor flujo de dividendos, el aprovechamiento de posibles sinergias que se puedan materializar con otra empresa o el incremento del valor de la compañía para obtener mayores recursos tras su enajenación. No obstante, el valor económico se genera cuando los rendimientos para el Estado son mayores que el costo de capital. Igualmente, se podrá buscar capturar un mayor valor a través de procesos de capitalización de utilidades, activos en especie, acreencias o recursos aportados por la Nación, con el fin de rentabilizar su inversión. En este sentido, a continuación, se establecen los parámetros de direccionamiento

que se recomienda tener en cuenta para la gestión de las empresas consideradas no estratégicas.

En primer lugar, las empresas en las que la Nación tenga una participación superior al 50 %, deben ser gestionadas con los mismos criterios que las empresas estratégicas, que se resume en direccionamiento estratégico, sostenibilidad y gestión del valor, descrito anteriormente en este documento.

En segundo lugar, en el caso de las participaciones entre el 10 % y 50 %, donde la Nación tiene una influencia significativa e intervención en las juntas directivas, se debe promover la adopción de buenas prácticas empresariales y de gobierno corporativo a través de miembros de junta directiva y al monitoreo y evaluación.

Finalmente, para las participaciones inferiores al 10 %, donde la Nación generalmente no cuenta con representación en la junta directiva ni con control o influencia significativa, la posibilidad de direccionamiento se limita exclusivamente a la participación y votación en las asambleas de accionistas y al monitoreo y evaluación. Además, se aconseja al Gobierno monitorear el desempeño de las empresas y contar con diálogos fluidos con los miembros de junta que le permitan conocer oportunamente las decisiones que toma la administración y todas aquellas disposiciones que puedan afectar la participación de la Nación que determinen un potencial daño financiero.

En términos de control y seguimiento, se recomienda a los ministerios y el DNP establecer indicadores y métricas de desempeño de acuerdo con la información financiera pública que reporta la compañía. Esto para que el Gobierno en su rol de accionista se mantenga informado y pueda, en caso de que lo considere necesario, invocar protecciones especiales en su condición de minoritario o vender a un valor justo su participación.

### **Acciones para impulsar la implementación de la estrategia**

Para garantizar el cumplimiento de esta estrategia los ministerios y el DNP, en su rol de propietarios, comunicarán mediante un documento los lineamientos de direccionamiento a las empresas no estratégicas, durante el período 2018 a 2020. En este plazo se estima cubrir la totalidad de empresas con participación superior al 50 %. Así mismo, durante el período 2019 a 2020, los ministerios y el DNP comunicarán las respectivas recomendaciones para la adopción de buenas prácticas a las demás empresas del portafolio en las que la participación se encuentra entre el 10 % y el 50 %. Una vez se cree la entidad que centralice la propiedad de todo el portafolio estatal, según lo establecido en el Documento CONPES 3851, esta estará encargada de renovar y actualizar periódicamente estos lineamientos y recomendaciones.

Con el fin de avanzar en la estrategia, los ministerios que cuenten con participaciones inferiores al 10 % podrán establecer convenios marco con CISA para ceder o enajenar estas



participaciones accionarias, a partir del primer semestre del 2019. Los ministerios que cuenten con participaciones inferiores entre el 10 % y 50 % establecerá y ejecutará planes de enajenación para estas empresas en los años 2019 y 2020. De igual forma, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público valorará su portafolio de participaciones mayoritarias en el año 2018.

Adicionalmente, cada ministerio y el DNP establecerá mecanismos de seguimiento y monitoreo de la gestión de las empresas no estratégicas. Esta acción deberá estar cumplida para todas las empresas consideradas no estratégicas a 2020. Esta estrategia incluye el diseño de un formato electrónico por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público con los objetivos de política pública y rentabilidad de la empresa, las metas e indicadores para medir su rendimiento y los resultados. El formato deberá ser implementado por los ministerios y el DNP, y el análisis de los datos que arroje este instrumento se presentará en el reporte anual de empresas de la Nación elaborado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público para el año 2020.

#### **5.4. Seguimiento**

El seguimiento a la ejecución física y presupuestal de las acciones propuestas para el cumplimiento del objetivo del presente documento CONPES se realizará a través del PAS que se encuentra en el Anexo A. Este señala las entidades responsables de cada acción, sus periodos de ejecución, los recursos necesarios y disponibles para llevarlas a cabo y la importancia de cada acción para el cumplimiento del objetivo general de la política. El reporte de seguimiento se hará de manera semestral con corte a 30 de junio y 31 de diciembre de cada año, hasta el año 2020, donde se presentará un informe de cierre. Este será realizado por todas las entidades concernidas en este documento y será consolidado por el DNP, de acuerdo con lo estipulado en la Tabla 4.

**Tabla 4. Cronograma de seguimiento**

<b>Corte</b>	<b>Fecha</b>
Primer corte	Diciembre de 2018
Segundo corte	Junio de 2019
Tercer corte	Diciembre de 2019
Cuarto corte	Junio de 2020
Informe de cierre	Diciembre de 2020

Fuente: DNP.

#### **5.5. Financiamiento**

Para efectos del cumplimiento de esta política, las entidades involucradas en su ejecución, en el marco de sus competencias, gestionarán y priorizarán recursos para la

financiación de las estrategias que se proponen, acorde con el Marco de Gasto de Mediano Plazo del respectivo sector.

Los costos de las actividades de enajenación, democratización del capital, adquisición, fusión, escisión, entre otras, asociadas a la gestión del portafolio, que adelanten las empresas con participación de la Nación, deberán ser asumidos por sus presupuestos, buscando siempre generar sinergias, economías de escala y estrategias comerciales conjuntas, que permitan optimizar los recursos disponibles.

De otra parte, de acuerdo con lo establecido en el Documento CONPES 3851, la nueva entidad encargada de ejercer de manera centralizada las funciones de propiedad para todas las entidades del Estado deberá ejecutar con su presupuesto las estrategias descritas en este documento, de tal manera que se cumplan los objetivos propuestos.

## 6. RECOMENDACIONES

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Departamento Nacional de Planeación recomiendan al Consejo Nacional de Política Económica y Social:

1. Aprobar la Estrategia de Gestión del Portafolio de Empresas y Participaciones Accionarias de la Nación, establecida en el presente documento CONPES.
2. Solicitar al Ministerio de Hacienda y Crédito Público aplicar la metodología para definir la lista de empresas estratégicas de acuerdo con los criterios definidos en este documento de manera anual.
3. Solicitar a la Comisión Intersectorial para el Aprovechamiento de Activos Públicos que realice la validación de la lista de empresas consideradas estratégicas de acuerdo con los criterios definidos en este documento.
4. Solicitar a los ministerios, departamentos administrativos y demás entidades del orden nacional que cuenten con participaciones accionarias en empresas.
  - a. Comunicar lineamientos y parámetros de direccionamiento de las empresas consideradas estratégicas.
  - b. Establecer mecanismos de seguimiento y monitoreo de la gestión de las empresas estratégicas y no estratégicas.
  - c. Establecer un plan de enajenación de las empresas no estratégicas de conformidad con los lineamientos establecidos en este documento, teniendo en cuenta lo previsto para participaciones en las que se deben priorizar los procesos de salida de acuerdo con lo dispuesto por la Ley 226 de 1995, y el mecanismo previsto para venta de participaciones minoritarias inferiores al 10 %.
  - d. Presentar conclusiones de las dificultades enfrentadas en el proceso de salida de participaciones minoritarias no estratégicas para que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público presente una iniciativa legislativa para ajustar los requisitos de enajenación establecidos por la Ley 226 de 1995.
  - e. Verificar el cumplimiento de los requisitos contenidos en este documento cuando se realice un proceso de desinversión de una empresa con participación de la Nación.
  - f. Comunicar lineamientos y parámetros de direccionamiento a las empresas consideradas no estratégicas, en las que la participación de la Nación es superior al 50 %.
  - g. Comunicar recomendaciones para la adopción de buenas prácticas a las empresas consideradas no estratégicas, en las que la participación de la Nación está entre el 10 % y el 50 %.

## GLOSARIO

**Empresa industrial y comercial del Estado:** son entidades descentralizadas, que podrán ser creadas por ley o con autorización de esta. Desarrollan actividades de naturaleza industrial o comercial y de gestión económica conforme a las reglas del derecho privado. Tienen un régimen de contratación público, y de inhabilidades, incompatibilidades y conflictos de interés del sector público. Poseen autonomía administrativa y financiera. Tienen aportes estatales en su totalidad. No tienen naturaleza societaria (Ley 489 de 1998).

**Sociedades de economía mixta:** se constituyen en virtud de autorización legal. Pueden ser del orden nacional, departamental, distrital o municipal y se organizan bajo la forma de sociedades comerciales con aportes estatales y de capital privado. Se aplica el derecho privado y en particular las normas del Código de Comercio. De acuerdo con el artículo 100 de la Ley 489 de 1998, los aportes estatales podrán consistir, entre otros, en ventajas financieras o fiscales. Si el aporte estatal es de más del 90 % se regirán por la normatividad aplicable a las empresas industriales y comerciales del Estado.

**Empresas sociales del Estado:** la prestación de servicios de salud en forma directa por la Nación o por las entidades territoriales, se hará principalmente a través de las empresas sociales del Estado, que constituyen una categoría especial de entidad pública descentralizada, con personería jurídica, patrimonio propio y autonomía administrativa, creadas por la ley o por las asambleas o concejos, según el caso, sometidas al régimen jurídico previsto en la Ley 100 de 1993.

## **ANEXOS**

### **Anexo A. Plan de Acción y Seguimiento (PAS)**

Ver archivo en Excel adjunto.

**Anexo B. Listado de empresas del portafolio de la Nación con corte a 31 de diciembre de 2017**

Ver archivo en Excel adjunto.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Interamericano de Desarrollo. (2016). Gestión de Empresas Públicas: Las ventajas de los modelos centralizados. Mayo de 2016.
- Baumol, W., (1983). Toward a Theory of Public Enterprise. Starr Center for applied Economics, New York University, Faculty of Arts and Science, Department of Economics.
- Bodie, Z., Kane, A. Marcus, A., (2013). Investments (Décima Edición). McGraw-Hill Education.
- BÖS, D., (1989). Public Enterprise Economics: Theory and Application (Segunda Edición) Elsevier Science Publishers B.V.
- Campos, J., Serebriski, T., Suárez-Alemán, A., (2016). Tasa de descuento social y evaluación de proyectos. Algunas reflexiones prácticas para América Latina y el Caribe. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Coase, R., (1937). The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. 305-360.
- Cruz, J., Rosillo, J., Villarreal, J., (2001). Finanzas Corporativas, Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo. Bogotá D.C.: Thomson Editores, S.A.
- Damodaran, A., (2006). Damodaran on valuation. (2° Edición). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Departamento Nacional de Planeación. (2013, abril). Manual de soporte conceptual. Metodología general de formulación y evaluación de proyectos de inversión pública, Bogotá D.C., Colombia: DNP. Disponible en: <https://www.sgr.gov.co/LinkClick.aspx?fileticket=sGf0xqep7Og%3D&tabid=186&mid>
- Fama, E., (1980). Agency problems and the Theory of the firm, *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, The University of Chicago Press.
- Hart, O., (1989). An Economist's perspective on the Theory of the firm, *Columbia Law Review*, Vol. 89, No. 7, Contractual Freedom in Corporate law.
- Hart, O., (1995). Firms, Contracts and Financial Structure, New York: Oxford University Press.
- Jensen, M., Meckling, W., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *The Journal of Finance* 3, 305-360.
- Koeller, T., Goedhart, M., Wessels, D., (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. (5° Edición). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Markowitz, H., (1952). Portfolio Selection, *The Journal of Finance* 7, 77-91.

- Meggison, W., R. Nash and M. van Randenborgh (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 49: 403-52.
- Meggison, W., and J. Netter (2001). From State to Market: a Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39: 321-89.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Soto Losada, C., (2015). Respuesta a derecho de Petición-Estudios y análisis que sustentan la financiación de cuarta generación (4G) y la viabilidad de la venta de Isagén. Rad. 1-2015-035747. (Mayo de 2015).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, (2016). Reporte Anual de Empresas de la Nación, Bogotá D.C.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, (2016). Consolidador de Hacienda e Información Pública, Bogotá D.C.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, (2017). Consolidador de Hacienda e Información Pública, Bogotá D.C.
- OCDE. (2015 a). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, Paris: OECD Publishing.
- OCDE. (2015 b). *Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Colombia*, Paris: OECD Publishing.
- OCDE. (2015 c). *State-Owned Enterprise Governance: a Stocktaking of Government Rationales for Enterprise Ownership*, Paris: OECD Publishing
- Putniņš, T. (2015). Economics of State-Owned Enterprises, *International Journal of Public Administration*, 38:11, 815-832.
- Stiglitz, J (2001). *Asimetrías de Información y Políticas Económicas*, Premio Nobel de Ciencias Económicas.