

2929

**Balance de los Procesos de Vinculación de Capital
Privado - Las Privatizaciones-**

**Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Ministerio de Minas y Energía
DNP: UINFE: DIMEN**

Versión aprobada



Santafé de Bogotá, D.C., 11 de junio de 1997

Este documento somete a consideración del CONPES un seguimiento al programa de privatizaciones del Plan Nacional de Desarrollo. Así mismo, se presenta una descripción y análisis del marco conceptual y jurídico bajo el cual se desarrollaron los procesos y algunas recomendaciones para continuar con el programa en el corto y mediano plazo.

I. ANTECEDENTES

El Plan Nacional de Desarrollo estableció, como uno de sus objetivos primordiales, la canalización de mayores recursos a la inversión en infraestructura, así como el diseño de mecanismos regulatorios que faciliten la participación del sector privado y de la sociedad civil, en el esfuerzo conjunto de lograr el crecimiento económico.

En desarrollo de lo anterior, se adoptó un modelo de participación privada de tipo mixto, bajo el cual se traspasan al sector privado algunas de las funciones tradicionalmente adelantadas por el sector público, a la vez que se mantiene participación del Estado en empresas y sectores de carácter estratégico.

Bajo este esquema, el papel del Estado se focaliza en la planeación, regulación y control de la provisión de bienes y servicios. Se busca entonces: i) propiciar la separación del Estado en la prestación directa de servicios que puedan ser realizados de forma más ágil y eficiente por el sector privado; ii) proveer el diseño de reglas claras que faciliten la participación privada y la democratización de la propiedad; iii) mantener la participación del Estado en empresas y sectores estratégicos; y iv) proteger los derechos de los usuarios.

En particular, se ha venido promocionando la participación del sector privado en el desarrollo de infraestructura física, en la prestación de servicios financieros y en la

ejecución de actividades industriales. Lo anterior con el fin de: i) aumentar la eficiencia en la construcción y operación de proyectos y servicios; ii) contar con recursos adicionales para suplir las necesidades en un menor tiempo; iii) destinar mayores recursos estatales a la inversión social; y iv) obtener los beneficios derivados de la competencia.

La estructuración de la estrategia de privatización se fundamentó en un reciente marco legal y regulatorio. La Ley de Privatizaciones (Ley 226 de 1995), estableció un procedimiento para la enajenación de la propiedad accionaria estatal, desarrollando así el Artículo 60¹ de la Constitución Política, que busca promover el acceso a la propiedad. Adicionalmente, para el sector eléctrico, la Ley de Servicios Públicos Domiciliarios (Ley 142 de 1994) y la Ley Eléctrica (Ley 143 de 1994), fijaron las bases para establecer un sector más competitivo y orientado hacia el libre mercado.

Como resultado del programa de privatizaciones, en el sector minero-energético se decidió vender: i) siete plantas de generación² eléctrica; ii) la participación accionaria de la Nación en la Empresa de Energía del Pacífico S.A - EPSA; iii) Cerromatoso S.A.; iv) Carbocol S.A.; y v) la participación de Ecopetrol en Invercolsa, Gas Natural y Promigas. En el sector financiero se decidió vender el Banco Popular y otras entidades del sector.

A. SECTOR ELECTRICO

A partir de 1992, dada la crítica situación administrativa y financiera de las empresas del sector eléctrico, se adelantó un programa de reestructuración sectorial, que incluyó: i) operaciones de saneamiento financiero³ que permitieron a la Nación realizar

¹ Artículo 60 de la Constitución Política: “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 las acciones, y ofrecerá a sus trabajadores, a las organizaciones solidarias y de trabajadores, condiciones especiales para acceder a dicha propiedad accionaria.”

² Incluyen las plantas de propiedad de la Nación (Betania, Chivor, Termocartagena y Termotasajero) así como las plantas térmicas de Ecopetrol (Ocoa, Yumbo y Gualanday).

³ Las medidas dirigidas a lograr el saneamiento financiero del sector se iniciaron con la capitalización de cerca de US\$2.000 millones, con lo cual se disminuyó en 40% el endeudamiento del sector.

intercambios de deuda por activos y acciones de algunas empresas⁴; ii) medidas para reducir las distorsiones tarifarias; iii) transformación del marco institucional y regulatorio, para introducir competencia en el suministro de energía eléctrica; y iv) preparación de un plan de inversiones tendiente a aumentar la generación térmica y la participación del sector privado.

Con el proceso de privatizaciones que se está adelantando se buscan, entre otros, los siguientes objetivos:

- i) Promover la competencia en la generación eléctrica, mediante la vinculación del sector privado en la propiedad y operación de varias plantas de generación, tanto hidráulicas como térmicas⁵.
- ii) Establecer nuevas empresas privadas con capacidad técnica y financiera, para garantizar la continuidad del servicio y dispuestas a invertir en la expansión del sector, asumiendo el riesgo comercial de nuevos proyectos.
- iii) Promover el aumento de la eficiencia y calidad en las actividades de generación y distribución, así como la reducción de costos.
- iv) Promover la democratización de la propiedad.
- v) Promover el desarrollo del mercado de capitales nacional.
- vi) Maximizar los ingresos para la Nación.

⁴ La Nación recibió, entre otros, los activos y acciones que decidió enajenar a finales de 1996. Así mismo, la transformación institucional se inició con la reestructuración de la Corporación Autónoma Regional del Valle del Cauca-CVC y la creación de la Empresa de Energía del Pacífico S.A., con la que se separaron las actividades ambientales de aquellas relacionadas exclusivamente con el sector eléctrico.

B. OTROS SECTORES

1. Sector Financiero

Como resultado de la crisis que presentó el sector en la década de los 80's, el Gobierno Central tomó posesión de varias entidades de la Banca Comercial. Posteriormente, y consciente de que la actividad del Estado se debe restringir a regular y supervisar el sector, así como a mantener su participación en entidades encargadas del desarrollo de sectores estratégicos (bancos de desarrollo⁶ y Caja Agraria), se decidió vender algunos bancos comerciales. Cabe señalar que estos procesos han sido coordinados por FOGAFIN⁷.

2. Sector Industrial y Minero

En el sector industrial se privatizó Cerromatoso y en el sector minero actualmente se adelanta la venta de Carbocol. Con la venta de Cerromatoso, se logró que el Estado, a través del IFI, reduzca su participación en empresas industriales que ya se encuentran en una etapa madura. De esta forma, se permite la liberación de recursos del IFI para ser invertidos en las necesidades de capital de industrias y/o proyectos de índole estratégica en su etapa inicial. De otra parte, Carbocol en su etapa de producción inicial recibió capitalizaciones directas para solventar transitoriamente su déficit financiero. Actualmente, la naturaleza y necesidades de la empresa requieren vincular capital privado.

⁵ Se trata de las plantas Termocartagena, Tasajero, Ocoa, Yumbo, Gualanday y las centrales hidroeléctricas de Chivor y Betania; igualmente la empresa EPSA S.A.

⁶ FEN, Balcodex, IFI, Findeter y Finagro

3. Sector de Hidrocarburos

El papel estatal en el sector se ha redefinido, focalizando la labor de Ecopetrol en el sector petrolero⁸ y promoviendo la creación de Ecogas para el manejo del transporte de gas. Como resultado, se adelanta el proceso de venta de las participaciones de Ecopetrol en empresas no relacionadas directamente con su misión, tales como Gas Natural, Invercolsa, Terpel Antioquia, Colgas, Surtigas, Gases de la Guajira, las electrificadoras de Santander y Tolima y las Corporaciones Financieras de Caldas y Santander.

II. PROGRAMA DE ENAJENACION

La Ley de Privatizaciones, siguiendo la jurisprudencia vigente de la Corte Constitucional, estableció que la venta de la participación estatal en una empresa debe realizarse en dos etapas: una primera con condiciones favorables de plazo y créditos y a precio fijo al sector solidario y la segunda destinada al público en general, con mecanismos de puja por el precio.

A. PREPARACION Y PROMOCION DE LOS PROCESOS

1. Coordinación Institucional

En 1995 el CONPES recomendó la creación del Comité de Participación Privada-CPP⁹, con el fin de coordinar lo relativo a los procesos de participación de capital privado en el sector de infraestructura y energía del sector central. Para lograr la coordinación institucional en la ejecución de los procesos de privatización, se organizaron

⁷ Fondo de Garantías e Instituciones Financieras.

⁸ Exploración y explotación.

⁹ Este Comité está conformado por el Ministro de Hacienda y Crédito Público, el Director del Departamento Nacional de Planeación y el Ministro sectorial correspondiente (Ministro de Minas y

grupos de trabajo con representantes de las diferentes entidades gubernamentales y empresas involucradas, quienes presentaron informes periódicos al CPP. En algunos procesos se contó, adicionalmente, con el apoyo de un Gerente responsable del programa, encargado de servir de interlocutor del Gobierno con los asesores y con las empresas a privatizarse¹⁰. Dicho Gerente reportaba a los grupos de trabajo y al CPP.

2. Selección de Asesores

Para apoyar al Gobierno en la estructuración de las ventas, en la valoración de los activos o acciones, y promoción de los procesos de privatización, se contó con la asesoría de Bancos de Inversión de gran reconocimiento a nivel internacional. Para garantizar la idoneidad de estos asesores, se estableció un riguroso y transparente proceso de selección.

El Gobierno exigió la conformación de Consorcios integrados por equipos de profesionales de las áreas financieras, legales, regulatorias, contables, técnicas y actuariales¹¹. El proceso de contratación de las firmas asesoras estuvo precedido de las siguientes etapas: i) elaboración de los términos de referencia de la convocatoria; ii) precalificación de bancos de inversión, con el fin de invitar a un grupo selecto de firmas; iii) invitación a las firmas precalificadas; iv) apertura de los concursos, incluyendo la formulación de los adendos y aclaraciones necesarias; v) cierre del concurso; vi) evaluación de las propuestas, selección de los asesores y firma de los contratos. Como se puede apreciar en el cuadro, este proceso permitió contar con la asesoría de los mejores bancos de inversión, tanto nacionales como internacionales.

Energía, Ministro de Transporte, Ministro de Desarrollo, Ministerio de Telecomunicaciones según el tema).

¹⁰ Si bien países como Perú y España crearon entidades dedicadas exclusivamente al manejo y ejecución de los procesos de privatización, Colombia no optó por este esquema dado el bajo número de entidades donde el gobierno central tiene participación. En caso del Perú, por ejemplo, es muy diferente, ya que contaba con cerca de 500 empresas a ser privatizadas.

¹¹ Siempre se exigió que los asesores internacionales presentaran un componente local.

Cuadro No. 1
Consortios Asesores - Procesos de Privatización 1996-1997

PROCESO	CONSORCIO ASESOR
Banco Popular	Merryl Lynch/Corfivalle*
Activos de Generación	CS First Boston/Schoders/Inverlink*
EPSA	Flemings/JP Morgan/Corfinsura*
Cerromatoso	SBC Warburg/Corfigan*
Carbocol	<u>Salomon/Chase Manhattan/Invercor*</u>
Invercolsa	<u>Inverlink*/Mosquera y Helo Asoc.*</u>
Gas Natural	<u>Corfinsura* / Suvalor*</u>
Promigas	<u>Inverlink*</u>

(*) Componente Nacional del Consorcio

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

3. Valoración de las Empresas

Uno de los pilares en la preparación de los procesos de privatización es la valoración de las empresas. Esta permite establecer una aproximación al valor comercial de la participación en venta, pero en todo caso carece de total certeza ya que no cuenta con una convalidación por parte del mercado. En Colombia, debido a los fallos de la Corte Constitucional, en los cuales se debe ofrecer en primera instancia a precio fijo las acciones al sector solidario, este valor se constituye en un precio base para la segunda vuelta. Para realizar esta labor, se ha contado con el apoyo de asesores financieros, quienes recomiendan al Gobierno un rango de precios, de acuerdo con los estudios realizados.

El establecimiento de un precio base debe cumplir con los siguientes objetivos: i) fomentar la participación de varios inversionistas en la puja; ii) proteger el patrimonio público; y iii) fomentar la participación del sector solidario.

Existen diversos métodos de valoración, siendo el más comúnmente empleado, tanto por compradores como por vendedores, el de Flujo de Fondos Descontados. Esta

metodología está basada en la habilidad de la compañía para generar flujos de caja durante la vida útil de la empresa que se está valorando. Estos flujos son descontados a una tasa que incluye el riesgo país, del sector y de la compañía. Al valor presente de la empresa se le resta la deuda, con el fin de obtener el valor patrimonial, el cual es el que finalmente se ofrece en venta. Esta metodología resulta ser además la más adecuada para valorar proyectos en operación, ya que sitúa el valor en el momento de la venta, con base en la rentabilidad real del proyecto, independientemente de su valor en libros. Lo anterior resulta particularmente apropiado para el caso de empresas públicas donde no existe un entorno de mercado, y los ejercicios contables no involucran prácticas financieras propias de un ambiente competitivo (Anexo1). Dado que esta metodología involucra una gran cantidad de supuestos a futuro¹², los resultados se validan posteriormente con otras técnicas, para tener una mayor certeza del valor comercial del activo que se está enajenando. Las técnicas de validación utilizadas tradicionalmente son: i) Transacciones Comparables: esta metodología busca encontrar operaciones a nivel mundial que sean similares; y ii) Método de Múltiplos: este método se emplea en valoraciones de empresas que se encuentran inscritas en bolsa¹³ y cuentan con una alta bursatilidad, con lo cual se puede obtener una relación entre el precio de mercado y rendimiento.

A continuación se muestran los rangos de valoración de los distintos procesos, el precio de base adoptado por el gobierno para la venta de las acciones y el precio de venta después de la oferta al sector solidario (Cuadro No. 2). Es importante señalar que, en todos los casos, el precio mínimo seleccionado por el Gobierno, se encuentra en el extremo superior del rango recomendado por los asesores.

¹² En el caso de las privatizaciones del sector eléctrico, se requirió adicionalmente de la utilización del programa MPODE (Modelo de Políticas Operativas y Despacho Económico), para modelar los ingresos. Este modelo permite determinar el despacho de las plantas en el futuro, de acuerdo con las características técnicas del sistema.

Cuadro No. 2
Valoraciones - Precios Base - Precios de Venta
Procesos de Privatización Adelantados Durante 1996-1997
(Cifras en miles de millones de pesos corrientes al momento de la venta)

Proceso	Año	Rango Recomendado por Asesores (100% de la Empresa)	Precio Base	Precio Venta 2a Etapa (100% Empresa)	% Vendido (1a y 2a Etapa)	Ingresos Nación (1a etapa)	Ingresos Nación (2a etapa)	Ingresos Nación (1a y 2a Etapa)	Deuda	Pasivos Pensio.	VALOR VENTA TOTAL
Banco Popular	1996	299 - 347	340	340	80%	0.02	272.51	272.53			272.53
Chivor		570 - 623	623	644	100%	0.05	644.55	644.60		2.11	646.71
Betania		337 - 373	373	500	100%	0.02	302.04	302.06	202.59	0.94	505.58
Termocartagena		10 - 16	16	16	100%	14.00	2.00	16.00		11.97	27.97
Termotasajero		25 - 30	30	30	56.70%	17.51	-	17.51		1.85	19.35
Gas Natural	1997	60 - 100	100	298	60.60%	10.30	150.15	160.45			160.45
EPSA		468 - 550	550	943	57.00%	1.653	535.00	536.65			536.65
Cerromatoso		350 - 400	375	375	47.70%	4.18	178.49	182.67			182.67
Invercolsa*											

* El proceso no se ha culminado

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

4. Promoción de los Procesos

La labor de promoción es crucial para el éxito de los procesos, ya que permite crear interés por los activos ofrecidos y busca aprovechar al máximo el poder de convocatoria de los asesores, los cuales cuentan con una amplia base de clientes y contactos y una gran credibilidad frente a ellos.

La promoción se lleva a cabo bajo diversas modalidades: i) realización de visitas promocionales (“Road Shows”)¹⁴ para establecer contactos directos con los potenciales inversionistas, a través de foros públicos y reuniones privadas con inversionistas específicos; ii) preparación de documentación técnica y financiera de las empresas, del

¹³ Este método no se puede aplicar con precisión a empresas no inscritas en bolsa, y por esta razón se utiliza únicamente para validación de resultados.

¹⁴ En estas visitas promocionales participan representantes del Gobierno y del Consorcio Asesor.

contexto económico del país y del sector; iii) concentración de toda la documentación disponible sobre el proceso en una sala de información (“Data Room”), abierta al público.

5. Mecanismos de Venta

Existen dos mecanismos de venta¹⁵ en este tipo de procesos: i) la venta por sobre cerrado, la cual se ha utilizado en procesos relacionados con servicios públicos, en especial en el sector eléctrico, con el fin de asegurar que todos los oferentes tengan la capacidad técnica y financiera requerida para brindar una adecuada operación; y ii) la venta a través de bolsa¹⁶, sujeta a una estricta regulación bursátil con condiciones de venta conocidas de antemano por todo el público, los cuales no pueden ser modificados posteriormente.

B. PROGRAMA DE ENAJENACION

1. Ofertas al Sector Solidario

Siguiendo la metodología establecida en la Ley de Privatizaciones, en todos los procesos se ha realizado una primera oferta al sector solidario. Para facilitar su participación, se han establecido líneas de crédito con condiciones preferenciales, se ha adelantado una estrategia de información oportuna a los trabajadores de las empresas y, en algunos casos, se realizaron ofertas mediante la bolsa de valores.

Como resultado, el sector solidario participó en los diferentes procesos como se indica a continuación:

¹⁵ El mecanismo de todo o nada por bolsa se utilizó en la venta del Banco Popular, Promigas, Gas Natural, Invercolsa y Cerromatoso. Se utilizó sobre cerrado en las ventas del sector eléctrico..

Cuadro No. 3
Participación del Sector Solidario en los Procesos

PROCESO	% DE PARTICIPACION DEL SECTOR SOLIDARIO
Banco Popular	0.0040%
Chivor	0.0060%
Betania	0.0125%
Termocartagena	87.2%
Termotasajero	56.7%
EPSA	0.33%
Promigas	1.5%
Gas Natural	10.3%
Invercolsa	20.77%
Cerromatoso	1.1%

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Cabe señalar que el sector solidario ha participado de manera importante en las ventas de pequeña magnitud (Termocartagena y Termotasajero). Por otra parte, en los casos de EPSA y Cerromatoso, la mayoría de los trabajadores de estas empresas se convirtieron en nuevos accionistas, pero con una participación accionaria poco significativa. No se ha logrado una amplia participación del sector solidario debido a: i) la falta de antecedentes de operaciones de esta naturaleza en el país, que brindaran confianza a estas inversiones; ii) el bajo interés de las entidades del sector solidario en inversiones de alto riesgo; iii) la baja liquidez de la inversión¹⁷; iv) el desarrollo incipiente del mercado de capitales local; v) la falta de capacitación empresarial del sector solidario; y vi) la falta de capacidad financiera de la mayor parte del sector.

¹⁶ Cabe señalar que bajo la modalidad de venta en bolsa, la normatividad obliga a adjudicar la venta en caso de que se presente un sólo oferente.

¹⁷ Este aspecto limita la participación de los fondos de cesantías y pensiones, dada la reglamentación actual que los rige en materia de inversiones.

2. Ofertas en segunda etapa

Luego de cumplido el ofrecimiento al sector solidario, se procedió a vincular inversionistas estratégicos, de acuerdo con los objetivos sectoriales. Como resultado, se culminaron 8 procesos, por valor cercano a los \$2.5 billones.

a) Sector Eléctrico.

A pesar de ser las primeras privatizaciones en el sector de infraestructura, las ventas de los activos de generación convocaron una participación significativa por parte de inversionistas internacionales. Se resalta la exitosa venta de Betania¹⁸, la cual se constituyó en la tercera venta por MW instalado en Latinoamérica. Así mismo, el valor de la venta por MW de Chivor, fue superior al valor medio de las privatizaciones de centrales hidroeléctricas efectuadas a la fecha en Latinoamérica. En la venta de EPSA, se adjudicó 57% de la empresa, valorizando el patrimonio de ésta en un 90%. Estos ejemplos reafirman que con las privatizaciones del sector eléctrico se ha dado un paso importante hacia la consolidación del mercado eléctrico del país (Cuadro No. 4).

Cuadro No. 4
Inversionistas en la Segunda Etapa: Sector Eléctrico

PROCESO	INVERSIONISTAS
Chivor	Chilgener (Chile)
Betania	Endesa (Chile) / Corp. Financiera del Valle (Colombia)
EPSA	Houston Industries (USA) / Electricidad de Caracas-(Venezuela)
Termotasajero	Desierto*
Termocartagena	Electricidad de Caracas (Venezuela)

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

* Se rechazó la única oferta presentada, puesto que el consorcio no cumplía con las condiciones de operador establecidas.

b) Cerromatoso y Banco Popular

Tanto en el caso del Banco Popular como en Cerromatoso, se contó sólo con un oferente en la segunda etapa (Cuadro No. 5).

En el proceso de Banco Popular, los inversionistas percibían un alto riesgo ante la incertidumbre de que los depósitos oficiales se retiraran de la entidad después de su privatización. Adicionalmente, la entidad contaba con un elevado pasivo pensional. A pesar de esto, el precio que se pagó incluía una prima operacional de 1.4, la cual de acuerdo con las cifras publicadas por las Bolsas del país, se ubicaba en 1.15 para acciones similares a las ofrecidas en el momento de la venta.

En cuanto a Cerromatoso, existía una limitación natural en la oferta, porque la dependencia de la empresa en la volatilidad de precios de un “commodity” como el ferroníquel, hizo que esta no fuera muy atractiva para inversionistas de portafolio y redujo su enfoque a inversionistas estratégicos en el sector. Con el fin de incentivar el interés de estos compradores, el Gobierno promovió el desarrollo de un contrato de comercialización de ferroníquel para garantizar a los posibles compradores el derecho del mineral¹⁹. Sin embargo los inversionistas al encontrarse con una oferta de participación minoritaria que no otorgaba el control administrativo y operativo de la empresa no se interesaron masivamente.

Cuadro No. 5
Inversionistas en la Segunda Etapa; Cerromatoso y Banco Popular

PROCESO	INVERSIONISTAS
Banco Popular	Grupo Sarmiento
Cerromatoso	Billiton**

¹⁸ Su valor de venta fue cercano a US\$1'000,000 por MW, una de las de mayor valor en Latinoamérica.

¹⁹ De esta manera el nuevo inversionista, con un 47% de participación accionaria, podría acceder a 30% del material en el primer año y a 47% a partir del segundo año.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

** Socio mayoritario inicialmente.

c) **Los Activos de ECOPETROL**

Los procesos de privatización de ECOPETROL culminados a la fecha, se han concentrado en las ventas de empresas de distribución y de transporte de gas. De otra parte, las plantas de generación no recibieron ofertas dentro del proceso de venta de activos, pero su proceso se redefinirá próximamente. Cabe anotar que la venta de Gas Natural se constituye en la venta por medio de mercado de valores más concurrida y donde se alcanzó la mayor puja por las acciones (Cuadro No. 6).

Cuadro No. 6
Inversionistas sector hidrocarburos

PROCESO	INVERSIONISTAS
Promigas	ENRON (USA)
Gas Natural	GAS NATURAL LATINOAMERICANA (ESPAÑA)

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

V. **LA DEMOCRATIZACION**

En materia de participación del sector solidario, la Corte Constitucional se manifestó a través de diferentes fallos, en los cuales estableció que los procesos de privatización deberían efectuarse en dos etapas. Durante la primera etapa se debería ofrecer al sector solidario la totalidad de las acciones, a un precio fijo; durante la segunda se ofrece el remanente de las acciones al público en general. Adicionalmente definió los destinatarios del sector solidario²⁰.

Con base en la jurisprudencia vigente en ese entonces, se expidió la Ley de Privatizaciones, recogiendo las directrices de los fallos de la Corte Constitucional. La

²⁰ Se define como sector solidario: los trabajadores activos, ex-trabajadores y pensionados de la entidad objeto de la privatización; las asociaciones de los anteriores, los sindicatos, federaciones y confederaciones de trabajadores, los fondos de empleados, fondos mutuos de inversión, fondos de cesantías y pensiones y las entidades cooperativas.

experiencia de los procesos adelantados hasta la fecha ha permitido identificar las siguientes áreas deseables de fortalecerse en la Ley: i) no permite ofrecer las acciones a un precio de mercado, ya que en la primera etapa se debe establecer un precio fijo, determinado exclusivamente por la valoración; esto puede resultar en menores ingresos, ya que la porción que compre el sector solidario se hace a un precio menor al que podría provenir de una puja; ii) el principio de la preferencia establecido da el carácter de beneficiarias de las condiciones especiales a ciertas entidades canalizadoras de ahorro tales como los Fondos de Pensiones y Cesantías y excluye tanto a los Fondos Institucionales de Inversión como a personas naturales; iii) la obligatoriedad de ofrecer al sector solidario la totalidad de las acciones impide garantizar el control a los inversionistas estratégicos.

No obstante las inflexibilidades que se derivan de la ley, el Gobierno ha podido operar con esquemas dirigidos a estimular, en la segunda vuelta, una mayor participación del público. Por ejemplo, dentro de las estructuras de venta realizadas se han implantado los siguientes mecanismos: i) los inversionistas compradores de EPSA, Betania y Chivor tienen la obligación de ofrecer 15% de las acciones en bolsa después de cinco años; este sistema ya se implementó en otros países tales como Argentina; ii) en el Banco Popular, el remanente se venderá a través del mercado de capitales, buscando la participación de inversionistas institucionales y del público en general.

Con base en lo anterior, resulta conveniente flexibilizar el proceso de ofrecimiento por etapas, así como se ha hecho en otros países, donde se distingue claramente la participación destinada a los operadores estratégicos y la parte destinada a la población en general. En primera instancia, la venta al comprador estratégico busca otorgar el control de la empresa a un operador idóneo, garantizando así la expansión de ésta y su potencial de competitividad, hecho que la convierte en una inversión atractiva para los tramos posteriores. Con el segundo tramo, el objetivo que se busca es el de democratizar la

propiedad mediante el desarrollo del mercado de capitales²¹ y utilizando un sistema de distribución masivo, como la red bancaria. Esto permite el establecimiento de un precio de mercado para la primera etapa y descuentos y condiciones favorables para la entidades del sector solidario en la segunda etapa.

VI. PLAN DE ACCION

Actualmente se están llevando a cabo varios procesos en los cuales se busca la vinculación de capital privado. Algunos de estos son ventas directas de empresas y otros son capitalizaciones, en donde el Gobierno busca fortalecer empresas con problemas financieros, pero manteniendo el control de la propiedad. Dentro de la primera se destacan procesos en el sector financiero, minero y eléctrico. Las segundas pertenecen exclusivamente al sector eléctrico.

A. LAS VENTAS

1. Sector Financiero

La Nación prevé enajenar su participación remanente en el Banco Popular. Esta venta se realizará por medio de la bolsa, utilizando intermediarios calificados como canales de distribución.

2. Sector Minero

En el sector minero, la próxima venta será la de CARBOCOL. Debido a las características de riesgo que implica una inversión de esta naturaleza (sujeta a la volatilidad de los precios internacionales), se enfocará la venta a inversionistas

²¹ Cabe anotar que las ventas que se han utilizado para este fin han sido únicamente aquellas en donde se concluye que los flujos de ingresos son lo suficientemente estables y su precio en bolsa no va a fluctuar bruscamente con el fin de proteger a nuevos inversionistas en el mercado de renta variable. Para este tramo, los mecanismos de incentivos han sido diferentes en los dos países.

estratégicos. Adicionalmente, se vio la conveniencia estratégica de liberar la infraestructura de transporte para viabilizar la participación de nuevos agentes en la actividad productora carbonera.

3. Sector Eléctrico

Las ventas del sector eléctrico se enfocan en las empresas de distribución, con el fin de consolidar integralmente la financiabilidad del sector. Debido a los problemas financieros y técnicos de estas empresas, se busca vincular a operadores estratégicos con el fin de asegurar la eficiencia y las inversiones requeridas. En la actualidad, se desarrolla la fase de contratación de los asesores para las empresas de Tolima, Quindío, Chocó, Cauca, Nariño y Corelca y sus subsidiarias.

Adicional a estas ventas, el Gobierno promoverá, frente a los nuevos inversionistas del sector eléctrico, la inscripción en bolsa de las empresas de generación vendidas el año pasado, con el fin de ambientar una dinámica en este tipo de inversiones. Por su parte, Isagen busca reorganizarse estratégicamente, definiendo su rol en el mercado a través de privatización total o parcial, de acuerdo a las necesidades del sector y del país. La estructura de reorganización está en proceso de definición.

B. LAS CAPITALIZACIONES

Dada la función estratégica de algunas empresas del sector eléctrico, la restricción de las autorizaciones por parte de las autoridades locales para adelantar procesos de privatización y la debilidad patrimonial que presentan algunas entidades, el Gobierno ha decidido mantener su participación, pero vinculando capital privado mediante el esquema de capitalización. En algunos casos, se busca contar con la participación de inversionistas estratégicos dispuestos a reestructurar financieramente las empresas, realizar transferencia tecnológica a través de la operación y asegurar la inversión para acometer los planes de

expansión. En otros, se busca incorporar capital nuevo, proveniente tanto del mercado de capitales como de inversionistas naturales.

Como ejemplo del primer caso se podría citar el de la Empresa de Energía de Bogotá, la cual se reestructuró en actividades, creando subsidiarias en las cuales se capitalizará por negocios, buscando sanear los pasivos y viabilizando financieramente cada una de ellas. El Gobierno considera que este es un proceso de gran importancia, el cual ha apoyado activamente y servirá de ejemplo a otras entidades descentralizadas que tengan restricciones similares.

Como ejemplo del segundo caso se presenta ISA, donde se pretende vincular capital privado en proporción minoritaria, mediante una oferta pública en el mercado de capitales tanto internacional como local, ya que los flujos de esta empresa son estables y no presentan mayor riesgo para inversionistas institucionales²². La inscripción en bolsa de las empresas de generación ya mencionadas servirán como complemento a las colocaciones de los títulos de ISA, fomentando así una circulación de recursos para el sector y la bursatilidad de los títulos.

Los anteriores son sólo algunos ejemplos, pero esta modalidad está siendo estudiada por el Gobierno para otras entidades.

VIII. RECOMENDACIONES

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Departamento Nacional de Planeación recomiendan al CONPES:

1. Continuar con los procesos de privatización, de acuerdo con los lineamientos establecidos en este documento.

²² Para realizar esta capitalización se requiere la revisión previa del marco regulatorio.

2. Revisar la reglamentación legal vigente, con el fin de flexibilizar la estructuración de los procesos de venta por tramos con el fin de: i) fomentar la democratización de la propiedad, e ii) incentivar la participación del público en general a través de mecanismos que no vayan en detrimento del patrimonio público.
3. Continuar con la selección de estrategias adecuadas para asegurar la prestación oportuna y eficiente de los servicios públicos, la promoción industrial y el fortalecimiento de los mercados.
4. Incentivar la participación de los intermediarios financieros con el fin que éstos sirvan como canales de distribución de la oferta al público en general.
5. Promover esquemas de capitalización con recursos del sector privado, en aquellos casos donde no se considere pertinente una privatización.
6. Apoyar las iniciativas del orden territorial donde el papel del Gobierno sea facilitar labores de promoción y asesoría, e inclusive aportar recursos para consultorías puntuales.
7. Evaluar la posibilidad de promover la participación de los Fondos de Pensiones y los Fondos de Cesantías en este tipo de procesos, sin que ello implique riesgos significativos para los beneficiarios de dichos fondos.

ANEXO 1 VALORACION

Los flujos de caja libres se basan en el ingreso operacional de la compañía, ajustado por impuestos y efectos contables que no generan flujo de caja directo, como la depreciación y la amortización de activos, cambios en el capital de trabajo y el plan de inversiones de la empresa.

De manera general, el valor del capital riesgo de la compañía se determina como la adición del valor presente de los flujos de caja libres anuales más el valor presente del valor terminal menos la deuda vigente de la compañía en el momento de la valoración, ya que generalmente ésta queda en cabeza del nuevo comprador. La deuda se puede manifestar principalmente en: (i) pasivos financieros y (ii) pasivos laborales.

Ejemplos:

- En el caso de Betania el comprador asumió una deuda financiera de US\$ 195 millones.
- En el caso de Termocartagena el comprador asumió un pasivo pensional que a 30 de junio asciende a aproximadamente \$ 12,000 millones.
- En el caso de EPSA el pasivo pensional fue asumido directamente por la Nación con recursos de la venta según lo establecido en el decreto Ley 1275. Cabe resaltar que esto es atípico.

Con el fin de estimar el valor terminal se utilizan dos métodos: (i) múltiplos de flujo de caja y de utilidad neta; y (ii) el método de perpetuidad, el cual asume que a partir de un año determinado los flujos de caja crecerán anual y continuamente a una tasa determinada.

Para determinar la tasa de descuento se utiliza el método del Costo Promedio Ponderado de Capital – CPPC- (“WACC -Weighted Average Cost of Capital”) el cual determina el costo de capital de la empresa según su proporción de deuda a activos. La siguiente fórmula describe la metodología:

$$CPPC = (K\% \times Ck) + (D\% \times Cd) \times (D\% \times (1-t))$$

En donde:

K% = Proporción de los activos financiados por capital
Ck = Costo de Capital
D% = Proporción de los activos financiados por la deuda
Cd = Costo de la deuda

t= Tasa de impuestos

El costo de la deuda es el costo de crédito al cual la empresa puede obtener préstamos para financiar sus inversiones .

El costo de capital se determina por el retorno esperado por inversionistas en la empresa en particular. El costo de capital se determina utilizando el Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (Capital Asset Pricing Model –CAPM-), el cual utiliza la siguiente ecuación:

$$C_k = R_f + B (R_m - R_f)$$

En donde:

C_k = Costo de Capital

R_f = Tasa libre de riesgo para Colombia

El valor más aproximado a la tasa libre de riesgo en Colombia es el rendimiento de los bonos emitidos a largo plazo la República de Colombia y colocados en el exterior. Dichos títulos capturan el riesgo soberano del país percibido por inversionistas extranjeros.

B = Beta de la empresa

El Beta es el coeficiente que mide la covarianza de una acción respecto al mercado. En otras palabras, el Beta mide la volatilidad de una acción con respecto al resto del mercado accionario. Entre más alto sea el Beta, quiere decir que la acción fluctúa más y por lo tanto es más riesgosa. Dado que en Colombia no existen empresas públicamente transadas para usar como aproximación del coeficiente de beta para las empresas del sector eléctrico y minero (donde se encuentran la mayoría de las privatizaciones), se han utilizado los siguientes mecanismos para determinar dicho coeficiente: (i) se observan empresas similares en mercados internacionales con el fin de tener una aproximación a este coeficiente, ya que el riesgo del negocio asociado es comparable en diferentes partes del mundo (caso Cerro Matoso); y (ii) cuando no existe información suficiente sobre empresas similares, se toma el costo de capital como la suma de la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo del mercado (caso activos de generación).

$R_m - R_f$ = Prima de riesgo del mercado

La prima de riesgo de mercado estima el retorno adicional requerido por el mercado de capitales frente a la tasa libre de riesgo.