

CONSTANZA BLANCO BARÓN\*

*La democratización de la propiedad accionaria en Colombia:  
saldo pendiente de la privatización de Isagén\*\**

RESUMEN: Colombia ha desarrollado una política de privatizaciones desde hace 25 años, consecuente con la tendencia internacional de disminución del tamaño del Estado y corrección del déficit crónico de sus finanzas públicas. Esto fue consistente con la reorientación del papel del Estado hacia funciones de protección de derechos, equidad e inclusión, de un lado, y con la pretensión de lograr mayor competitividad y eficiencia económica ante la competencia internacional, de otro. En este artículo, se analiza la privatización de la generadora de energía Isagén, en enero de 2016, lo que suscitó una profunda polémica en los ámbitos político, económico y jurídico, develando la ausencia de consenso en la definición y desarrollo de la política de privatizaciones; generando expectativas sobre la valoración de la compañía y el precio de la oferta, y propiciando demandas ante los tribunales para tratar de detener el proceso. Igualmente, evidenció un aparente fracaso del objetivo de democratización de la propiedad accionaria.

PALABRAS CLAVE: Política pública de privatizaciones, Democratización de la propiedad accionaria, Valoración de Isagén.

ABSTRACT: Consistent with the international trend of rolling back the State, Colombia has carried out a policy of privatization for 25 years. This political and economic policy has had the objectives of relocate the role of the State towards social functions, as much as achieving greater competitiveness and efficiency of its economy, to face the international competition. This article analyzing the privatization of the generator of energy Isagén, on January 2016, since a deep polemic in the political, economic and legal areas, that reveals the absence of consensus on the definition and development of the policy of privatization; expectations about the valuation of the company and the offer price; and claim courts to try to stop the process. It also showed an apparent failure of the objective of democratization of stock ownership.

---

\* Economista, especialista en Derecho Financiero y Bursátil, magíster en Estudios Políticos y Doctora en Sociología Jurídica e Instituciones Políticas. Actualmente es Profesora Titular, e Investigadora de la Universidad Externado de Colombia. Lo escrito es de exclusiva responsabilidad de la autora y no compromete a la Universidad. Correo-e: constanza.blanco@uexternado.edu.co.

\*\* Este artículo es el resultado de una investigación realizada dentro de la línea de Análisis Económico del Derecho Financiero y Bursátil, a la cual está adscrita la autora, como miembro del grupo de investigación en Derecho y Economía, de la Universidad Externado de Colombia.

KEYWORDS: Privatization Policy; Democratization of Property, Isagén Valuation.

JEL Codes: G-12, G-38, H-11, H-62, H-82.

## INTRODUCCIÓN

La reciente privatización de Isagén, importante empresa generadora de energía eléctrica cuyo control estaba en manos del Estado colombiano hasta enero del año 2016, generó una gran polémica, por tratarse de uno de los últimos activos importantes que le quedaban al Estado, por el destino de los recursos fiscales obtenidos, por la valoración de la compañía y el precio al que fueron colocadas las acciones, y por el seguimiento a los procedimientos para su enajenación. Pero dos asuntos no muy evidentes en tal controversia fueron los referentes al objetivo de democratización de la propiedad de las acciones, cuyos niveles de concentración en Colombia han sido históricamente altos, y al desarrollo del mercado de valores, aspectos en los cuales Isagén llegó a desempeñar un papel crucial en su momento.

La controversia suscitada por la privatización de Isagén tiene elementos políticos, económicos y jurídicos. En lo político, el trasfondo de la enajenación de la propiedad pública está en el meollo de la discusión sobre la intervención del Estado en la Economía y pasa por definiciones sobre el tamaño de este; el cumplimiento de las funciones sociales del Estado y el concepto de desarrollo que vira hacia el bienestar integral de la sociedad. En lo económico, está la necesidad de solucionar fallas de mercado y lograr eficiencia y productividad de cara a la competencia internacional en un ámbito de globalización, todo lo cual se enfrenta al déficit crónico de las finanzas públicas. En lo jurídico, se regulan los procedimientos de enajenación y se establece jurisprudencia sobre su desarrollo.

En el caso de Colombia, se aprobó una Política pública que desarrolló los lineamientos establecidos en la Constitución de 1991. Los objetivos de la política de privatizaciones fueron políticos y económicos, con consecuencias jurídicas. Según el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes), los fines de la Política fueron un replanteamiento del papel del Estado, la profundización y ampliación del mercado de capitales y la democratización de la propiedad (DNP, 1991, p. 6). La relación de esta última con las privatizaciones podría encontrarse en la teoría sobre el capitalismo popular,

según la cual se les daría acceso a los trabajadores a la propiedad de las empresas. En Colombia esto fue discutido en el seno de la Asamblea Nacional Constituyente (Muñoz, 2004, p. 117-137), dando lugar a la expedición del artículo 60 de la Constitución de 1991, según el cual “el Estado promoverá, de acuerdo con la ley, el acceso a la propiedad”, y “cuando (...) enajene su participación en una empresa, tomará las medidas conducentes a democratizar la titularidad de sus acciones...” (Colombia, 1991).

El propósito de las privatizaciones relacionado con la intervención del Estado derivó a su vez en dos objetivos, uno de los cuales es económico y otro tiene consecuencias en la gestión pública. En el primer caso, se trata de la obtención de recursos para el erario público ante los problemas de déficit de las finanzas del Estado, y en el segundo se quiere la consecución de un operador estratégico que hiciera posible mejorar los indicadores de prestación de servicios por empresas públicas, incluso utilizando incentivos fiscales (DNP, 1996).

En cuanto a las consecuencias jurídicas de la política de privatizaciones, el principal instrumento para la enajenación de la propiedad estatal fue en principio la Ley 226 de 1995, que desarrolló el artículo 60 de la Constitución ya mencionado. De otro lado, dentro del mismo propósito de privatizar empresas de propiedad del Estado, en 1999 se reformó la regulación del mercado de valores en Colombia para dar paso a las ofertas públicas para democratización por resolución de la Sala General de la Superintendencia de Valores (SV) que reformó la Resolución 400 de 1995. Se quiso con esto contribuir a la resolución de un grave problema de concentración de la propiedad de las acciones en Colombia que venía siendo objeto de diagnóstico desde hacía varios lustros, a la vez que se pretendió desarrollar el mercado de valores que mostraba indicadores de iliquidez, escaso tamaño y baja rentabilidad.

El cumplimiento de la política de privatizaciones se concentró en algunos sectores económicos, entre los cuales se destaca el de generación y suministro de energía eléctrica, al cual pertenece Isagén. Esta compañía ha estado sujeta a tres procesos de privatización: en 1999 que no culminó, 2007, y 2013-2016. Los objetivos han sido el recaudo de recursos fiscales y la búsqueda de un operador estratégico, y en el segundo de ellos el desarrollo del mercado de valores. La última privatización ha suscitado tanto fuertes cuestionamientos como una férrea defensa, lo que ha sido motivo de debates en los ámbitos del Congreso y los partidos políticos, en la academia y en las cortes.

La multiplicidad de elementos a estudiar en el caso de la privatización de Isagén sugiere la posibilidad de enmarcar el análisis dentro de un sistema social complejo. En términos de Luhmann, un sistema social es autorreferente y se construye a sí mismo (es autopoietico): es uno “con la capacidad de establecer relaciones consigo mismo(s) y de diferenciar (o distinguir) estas relaciones de las de su entorno”; y está compuesto por tres subsistemas: el político, el jurídico y el económico que es regulado por el subsistema jurídico, que están interrelacionados entre sí (Luhmann, 1997 [1972], pp. 42-44). Un sistema social hace posible evaluar la totalidad de un problema, ya que permite una visión del todo, holística, a través del análisis de sus partes.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar en forma interdisciplinar los condicionamientos, desarrollo e incidencia de las privatizaciones en Colombia y en particular de la nueva enajenación de Isagén en los propósitos de democratización de la propiedad de las acciones. De esta forma, el artículo tiene, además de esta introducción, tres partes y una conclusión. En la primera parte se examinan los fundamentos teóricos y los instrumentos utilizados para el cumplimiento de la Política de democratización de la propiedad del Estado; en la segunda parte se realiza el análisis desde lo político, lo económico y lo jurídico de la privatización de Isagén, con énfasis en el tercer proceso iniciado en 2013; en la tercera parte se hace un recuento de los resultados de las privatizaciones y las ofertas públicas de democratización en la democratización de la propiedad, y finalmente se dan conclusiones.

## I. LA DEMOCRATIZACIÓN DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA EN COLOMBIA

En esta parte, se dará un marco teórico de la política de privatizaciones y su resultado en términos de democratización de la propiedad accionaria de las empresas del Estado. En primer lugar, se propone plantear el problema de las privatizaciones dentro de un sistema social complejo de orden *luhmanniano*. En segundo lugar, se hace una fundamentación teórica de las privatizaciones en dos partes: la teoría del capitalismo popular y su relación con las políticas de privatización, y una comparación entre la regulación aplicable contenida en la Ley 226 de 1995 de privatizaciones, y la regulación de la OPD inserta en el estatuto del mercado público de valores, que al efecto es el Decreto

2555 de 2010 Único Financiero, que recogió sin modificarlas las previsiones establecidas en la Resolución 400 de la Sala General de la SV<sup>1</sup>.

## I. I. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

### I. I. I. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA DENTRO DE UN SISTEMA SOCIAL COMPLEJO

Para la caracterización del problema de investigación sobre las privatizaciones dentro de un sistema social complejo, se utilizan algunos de los elementos del sistema social de Luhmann, que hace posible justificar la realización de un análisis interdisciplinar. Para este autor, la teoría de la sociedad comprende los diferentes subsistemas que constituyen el sistema social, y los fenómenos que tienen lugar en ellos (Luhmann, 2005 [1993], p. 39). En su visión del mundo, Luhmann considera que la sociedad es un “sistema omniabarcador”, no un objeto sino “la instancia de toda observación” (Luhmann, 1998, p. 22). Se utiliza esta visión de la sociedad puesto que, al ser la instancia que “distribuye las cargas antiguas de la ontología en distintas subinstancias sociales”, permite, a través de estas subinstancias, usar el principio utilitario de la Economía, el principio de justicia del Derecho y el principio de participación en el poder de la Política, entre otros (ídem).

Los subsistemas que conforman el sistema social “se especializan en el tratamiento de parcelas (...) de complejidad”, y se conforman y explican por sus propios elementos y aspectos (García, s.f., p. 205). Se trata de subsistemas de comunicaciones o formas de relación comunicacional que regulan las realidades o interacciones sociales en forma binaria (poseer el criterio/no poseer) en los términos de Luhmann (2006 [1991], p. 9). Para este artículo, de la teoría de este autor se toman el concepto dinámico de sistema y la interdisciplinariedad (Luhmann, 1997 [1972], pp. 13-23). Siguiendo el pensamiento

---

1 La Sala General, que era en la práctica el regulador del mercado de valores, fue eliminada por la Ley Marco 964 de 2005, quedando el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), como regulador único del sistema financiero. La Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria se fusionaron ese mismo año para dar lugar a la actual Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Cfr. Ley 964 de 2005 Art. 4º y Parágrafo Cuarto del Art. 75.

luhmanniano, es posible plantear un análisis sistémico e interdisciplinario del problema de las privatizaciones y su objetivo de democratización de la propiedad de las acciones que pertenecieron al Estado, así como examinar las relaciones entre los diferentes subsistemas que conforman el sistema social (ídem, p. 41); (Luhmann, 1998 [1977], p. 22): el político, el jurídico y el económico, que va a ser regulado por el subsistema jurídico.

Cada uno de los subsistemas es en principio autónomo, es cerrado sobre sí mismo, usa sus propias claves, se rige por sus propios códigos, sigue sus propios procedimientos y utiliza su propio lenguaje. El subsistema político se comunica por el poder; en el subsistema económico se comunica por el dinero, y en el subsistema jurídico, por las normas jurídicas. Para efectos de este trabajo, en el subsistema político, las privatizaciones están en el ámbito del gobierno como institución política (mayor/ menor intervención del Estado); en el subsistema económico, el objetivo es la eficiencia racional pura de la teoría clásica y la maximización en la generación de riqueza (acumular/ no acumular), y en el subsistema jurídico se busca la validez, justicia y eficacia de las normas jurídicas (legales/ ilegales; justas/ injustas; eficaces/ ineficaces), con prevalencia de la justicia, según Rubio, para quien el Derecho se ocupa de lo que es justo o correcto con el fin de mantener el orden social (Rubio, 2007, p. 254). Esta visión del problema lleva a utilizar diversos conceptos de racionalidad: la instrumental de la Economía clásica; la formal-material o rematerializada del Derecho, y la valorativa, inserta en la Política<sup>2</sup>.

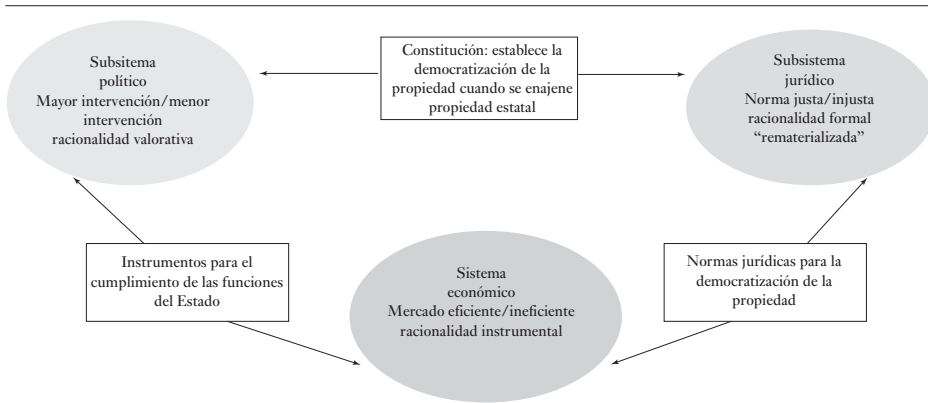
Algunos de los elementos a analizar son: el cambio de modelo de desarrollo y el papel del Estado insertos en la Constitución de 1991, que orientó una política pública dirigida a la reducción del tamaño del Estado y a su conversión en Estado Social de Derecho, y la consecuente política de privatizaciones, cuyos objetivos fueron la retracción del Estado, la solución a un déficit crónico de las finanzas públicas, la consecución de operadores estratégicos con el objeto de lograr aumentos en la calidad de la prestación de los servicios públicos, y la democratización de la propiedad accionaria (DNP, 1991). Se deriva, entonces, una menor intervención del Estado en el

---

2 Un desarrollo de este tema se puede ver en la tesis doctoral de la autora, denominada “Estado y racionalidad: un ejercicio sobre la intervención del Estado en el sistema financiero amplio” (BLANCO, 2013).

mercado; una política pública de enajenación de la propiedad pública dirigida a lograr aumentos en eficiencia y productividad en la Economía y, por ende, la acumulación de riqueza, y la producción de normas jurídicas que desarrollen tales objetivos. En la gráfica 1 están los principales de estos elementos.

GRÁFICA 1. ANÁLISIS SISTÉMICO DE LA POLÍTICA DE PRIVATIZACIONES Y SU RELACIÓN CON LA DEMOCRATIZACIÓN DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA



Adaptación de la autora del sistema *luhmanniano*, cuya graficación se encuentra disponible en Internet.

### 1.1.2. BASES TEÓRICAS DE LA POLÍTICA DE PRIVATIZACIONES EN COLOMBIA

La literatura técnica que se encuentra sobre privatizaciones en el ámbito internacional se ocupa de evaluar la difusión de la política de enajenación de activos públicos en diferentes países, como es el caso de Schmitt (2014) y de Meseguer (2004); igualmente, de estudiar las privatizaciones en algunos sectores económicos, como lo propone Solanes (2007) para la Comisión Económica para América Latina y el Caribe CEPAL; o de hacer un balance del paso del Estado al mercado en varias jurisdicciones, tal como lo realiza Megginson (2000) para la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). La que corresponde a Colombia es la referente a la definición y evaluación de la política pública contenida en los documentos Conpes (DNP, 1991; DNP, 1997; DNP, 1997; DNP, 2004; DNP, 2015), así como alguna otra de mediados de la década de los años 2000, de autores como Hernández I. (2005) y Muñoz (2004).



Para algunos autores, en la definición de las políticas de privatización se habría presentado una importante influencia de condicionantes derivados de la interdependencia en el contexto internacional, y los países habrían reproducido estrategias adoptadas en países similares (Schmitt, 2014; Meseguer, 2004). La generalización de la política de privatización en todo el mundo obedeció a la presión internacional para la apertura de las economías y la necesidad de enfrentar la competencia, más que el seguimiento a determinadas posiciones ideológicas (Schmitt, 2014) y, en particular en América Latina, pudo ser el resultado de un proceso de evaluación de la experiencia propia y ajena, sin descartar el papel relevante de la imitación o un “efecto de contagio” (Meseguer, 2004).

Privatización puede entenderse en sentido amplio o restringido. En el primer caso, es “una forma de intervención pública en la Economía que permite la adquisición, por parte del sector privado, de distintos tipos de derechos sobre bienes y/o actividades que anteriormente pertenecían al Sector Público, comprendiendo diversos fenómenos en su seno” (Saura, 2015, p. 35), o también “toda modificación en los modos de actuación de la administración, como consecuencia de la transferencia de empresas y/o actividades al sector privado o de su adecuación a las reglas del mercado” (Muñoz, 2004, p. 37); e igualmente, “cuando la responsabilidad por la oferta del bien o servicio se traslada al sector privado” (Hernández I., 2005, p. 289). Por último, para la OCDE es la “política (*polity*) económica y *política* (*policy*)”, por la que el gobierno vende deliberadamente empresas estatales o activos públicos a empresas privadas” (Megginson, 2000, p. 9).

En su sentido restringido, el concepto alude estrictamente a la “transferencia de la titularidad y/o control de la empresa estatal a manos de agentes privados”, de manera que la competencia para ejercer la actividad deja de ser pública (Hernández I., 2005, p. 289; Hernández, 2006, p. 4), y con la venta de sus derechos, el Estado “pierde el control de gestión de la actividad privatizada” (Hernández I., 2005, p. 289). Así mismo, la privatización puede ser formal o material: la primera corresponde a la transformación de las agencias en corporaciones públicas con personería, capacidad de decisión y autonomía, y luego de estas en compañías sujetas a las mismas reglas que las empresas privadas, esto es, al Derecho privado; la segunda culmina cuando la participación estatal en las compañías llega a cero (Schmitt, 2014, pp. 616-618).

Para Schmitt, las privatizaciones se han tomado como parte de la puesta en práctica del neoliberalismo desde los años 1990, y hoy en día son una política consolidada en los países OCDE (Schmitt, 2014, p. 615). Los determinantes de dicha política son tanto internos como externos: entre los primeros se cuenta la presencia de partidos políticos de derecha en el gobierno, altos déficits fiscales de los países y acuerdos institucionales sin muchos puntos de veto; entre los segundos están fenómenos de globalización y europeización; el progreso tecnológico y la retirada del Estado de la actividad económica (ídem). Para Meseguer, las privatizaciones “se convirtieron en un nuevo mantra”, traspasando barreras ideológicas en todo el mundo, primando las razones pragmáticas en muchos países, entre ellos algunos de América Latina (Meseguer, 2004, p. 5)

La política de privatización conlleva modificaciones en el Estado del Bienestar, y por supuesto en las formas como la administración pública asume su papel, al reducirse el tamaño del Estado y su actuación directa en la economía (Hernández, 2006, p. 4). Los supuestos de este nuevo modelo son: la mayor participación del sector privado en el suministro de bienes y servicios a la población que previamente prestaba el Estado; la democratización de la propiedad accionaria al dar oportunidad a la población de adquirir participaciones de capital en las empresas privatizadas, y el aumento de la eficiencia en la prestación de los servicios, dentro de un ambiente de mayor competitividad para las empresas (ídem).

En últimas, lo más importante de las privatizaciones es que lo que se busca con la privatización de la propiedad pública es la eficiencia, a través de la corrección de fallas de mercado (Megginson, 2000). No obstante, para algunos autores, los argumentos basados en la eficiencia no son suficientes para explicar las razones de su difusión, y debe acudir a modelos basados en la imitación y la evaluación de la experiencia propia y ajena (Meseguer, 2004).

La pregunta que surge es cómo se llega a que programas de privatización permitirían llegar a resultados de democratización. La respuesta puede encontrarse en la teoría que subyace al capitalismo popular, que va de la mano de procesos de enajenación de acciones de empresas del Estado, buscando que las empresas de propiedad de la Nación queden en poder de un gran número de propietarios, a la vez que el aumento de operadores privados en la gestión de las empresas mejoraría la cobertura, eficiencia y calidad de los servicios a la población.

La teoría del capitalismo popular estuvo en boga en los años 1980, de la mano de las políticas de la señora Thatcher, en Gran Bretaña, y del señor Reagan, en Estados Unidos, quienes propugnaron por la reducción del tamaño del Estado y la implementación de las fuerzas del mercado (Hernández I., 2005, p. 289), así como “arremetieron contra ineficientes entidades públicas” que habían sido tomadas por los sindicatos (Clavijo, 2016). Esto llevó a políticas de privatización, denominadas *rolling back the State*, como una parte de la retracción del Estado, justificada por cuestiones como la necesidad de mejoramiento de la gestión de las empresas públicas; la instauración de la economía de mercado; la disminución del gasto público; la búsqueda de proporcionalidad del sector empresarial estatal a los fines del Estado y su capacidad de endeudamiento, y la promoción de las actividades económicas privadas (Muñoz, 2004, p. 41).

Diversas definiciones de capitalismo popular conducen a la posibilidad de que muchas personas se conviertan en dueñas de acciones, pequeños negocios, empresas, etc.<sup>3</sup>, al tiempo con una apertura del mercado, lo cual se ve favorecido por programas de privatización de las empresas del Estado. De hecho, el capitalismo popular ha sido una línea de acción de los partidos políticos en el Reino Unido<sup>4</sup>, y en su diseño se trasluce la intención de “convertir al ciudadano normal en un accionista y, por lo tanto, en un leal votante de derecha” (Meseguer, 2004, p. 10). En este marco, se pretende la participación de muchos nuevos propietarios, sin que esto signifique la ‘colectivización’ de la propiedad, sino, por el contrario, la ratificación del reconocimiento de la propiedad privada como instrumento para lograr una sociedad más justa (Nieto, 1980, p. 128). Al mismo tiempo, se cumplirían directrices superiores en la búsqueda de “garantizar la libertad y la eficacia

---

3 Según el Diccionario Oxford, se entiende por capitalismo popular: “(U)n tipo de capitalismo en que el público se anima a ser poseedor de acciones propias, pequeños negocios, propiedades, etc.” (Oxford), o también, según el *Financial Times*, cuando el público en general adquiere acciones de las compañías (FT). Por último, el diccionario de Cambridge indica que capitalismo popular es “una teoría basada en la idea de que cualquiera en una sociedad debería tener la oportunidad de ser propietario de acciones o participaciones en compañías” (Cambridge).

4 La posición de James Cameron, quien fue primer ministro de la Gran Bretaña hasta hace pocos meses, se puede ver en *The Guardian* (2012).

dentro de un orden de conveniencia democrática”, mediante la participación activa de los trabajadores en la adquisición de participaciones en el capital de las empresas (ídem, p. 131).

Una parte importante de los procesos de privatización en el contexto internacional la constituyó la colocación de las acciones a los trabajadores, para lo cual se establecieron políticas de incentivos, como permitir la adquisición de las acciones con descuentos (Muñoz, 2004, p. 53). En Colombia, los trabajadores venían pidiendo participación en las ganancias de las empresas desde los años 1960, como lo muestran las discusiones de la Asamblea Nacional Constituyente, que consideró que la forma de avanzar en la democracia participativa pasaba por permitir el amplio acceso a la propiedad y eliminar la concentración de la tenencia de las acciones (ídem, p. 133).

En Colombia, la Corte Constitucional incorporó la definición de democracia industrial, al establecer la obligación para el Estado de “consagrar ‘condiciones especiales’ que permitan a los trabajadores de las empresas cuya participación oficial se enajena, y a las organizaciones solidarias y de trabajadores, el acceso a la respectiva propiedad accionaria”. Igualmente, indica diversas formas como se pueden entender las “condiciones especiales”, como son los medios de financiación de las adquisiciones en forma expedita y favorable, entre otros, en términos de plazo y precio (Corte Constitucional, 1994).

Los destinatarios de condiciones especiales en los procesos de privatización se han conocido como pertenecientes a la denominada economía solidaria. Esta se entiende como aquel tipo de economía que constituye un “modo de producción y distribución alternativo al capitalismo” (Oliveira, 2011). Lo anterior por cuanto en su conformación y en la racionalidad de las decisiones de estas organizaciones, priman componentes de colaboración, cooperación, ayuda mutua y solidaridad (Miller, 2010), contrario a la racionalidad instrumental propia del modelo de economía clásica capitalista de acumulación.

También se ha indicado que el capitalismo popular no debe quedarse simplemente en “irrig(ar) la propiedad a un gran número de inversionistas”, sino que debe estar acompañada de estrategias que eviten la concentración de la propiedad, lo que podría exacerbar los conflictos sociales en el mediano plazo (Hernández I., 2005, p. 298). Este planteamiento se enfrenta a la necesidad imperiosa de corregir déficits fiscales crónicos en muchos países, que

ha sido fundamentalmente el motivo que ha dirigido la Política económica de las privatizaciones, de manera que ya no se discute la conveniencia o no de la cesión de la propiedad pública a los particulares, sino el alcance que se le quiera dar a dicha política (Muñoz, 2004, p. 44).

Para Roth, Política pública es el “conjunto conformado por uno o varios objetivos colectivos considerados necesarios o deseables y por medios y acciones que son tratados, por lo menos parcialmente, por una institución y organización gubernamental con la finalidad de orientar el comportamiento de actores individuales o colectivos para modificar una situación percibida como insatisfactoria o problemática” (Roth Deubel, 2002). En ese sentido, dados los profundos cambios que conllevaría la adopción de una política de privatizaciones en la concepción sobre el papel del Estado, sería de esperar que la misma sea el resultado de la discusión seria y amplia que debería abordar la sociedad sobre la intervención del Estado en la Economía y su interacción con los agentes privados (Muñoz, 2004, p. 46).

La teoría del capitalismo popular habría encontrado ámbito propicio en Colombia a comienzos de la década de 1990: la Constitución de 1991 replanteó el papel del Estado y su relación con el sector privado, cuando estableció la importancia de lograr indicadores de productividad, competitividad y eficiencia con miras al desarrollo (Muñoz, 2004, p. 36; Hernández I., 2005, p. 294), y, al mismo tiempo, resaltó la necesidad de democratizar la propiedad. Como consecuencia de la discusión política, se produjeron reformas institucionales que reorientaron el Estado hacia el Estado Social de Derecho, que se vio enfrentado a importantes restricciones presupuestales para atender funciones sociales dentro de un nuevo concepto no declarado de desarrollo dirigido al bienestar integral de la sociedad (Blanco, 2013).

El Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) es el organismo asesor del gobierno nacional que estudia y recomienda políticas públicas orientadas al desarrollo económico y social. En 1991, el Conpes expidió una Política pública (*policy*) en la que se definió un nuevo modelo de participación del Estado en las empresas públicas, justificado porque se quería eliminar la distorsión que representa la presencia de un Estado grande en la actividad económica y la consecuente disminución de la eficiencia, de un lado, o cuando se requiere corregir déficits públicos crónicos, de otro (Hernández I., 2005, p. 292).

En consecuencia, se traspasaron a empresas privadas funciones que tradicionalmente había desempeñado el Estado, y en particular se propició la participación del capital privado en diversos sectores económicos (DNP, 1997). Los propósitos de la Política fueron: en primer lugar, propiciar la salida del Estado de la prestación de servicios que podría desarrollar más eficientemente la empresa privada; en segundo lugar, promover la democratización de la propiedad; en tercero, mantener la participación del Estado en sectores estratégicos, y por último, proteger los derechos de los usuarios (DNP, 1991; DNP, 1997).

La implantación de la política de privatizaciones en Colombia se enfrentó a una situación particular de baja competitividad de la Economía, y a situaciones que dificultaron los objetivos de democratización. El diagnóstico previo a la adopción de dicho modelo mostró un mercado de valores pequeño, poco líquido y de bajo rendimiento, a la vez que una muy alta concentración de la propiedad de las acciones (DNP, 1991), problemas que venían siendo detectados desde hacía casi dos décadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV)<sup>5</sup> y la Superintendencia de Valores (SV)<sup>6</sup>. Además, otras circunstancias que afectaron los procesos fueron el incipiente desarrollo del gobierno corporativo, el deficiente estado de la protección a los inversionistas minoritarios, y la reacción poco ágil de las superintendencias competentes ante estas situaciones (Muñoz, 2004, p. 102).

Por último, en 2015, el Conpes hizo una revisión de los procesos de privatización y del portafolio de empresas que le quedaban al Estado, y concluyó que al cierre de 2014 el Estado tenía inversiones en 111 empresas por un valor de \$240 billones, el 32% del PIB, y las utilidades correspondían al 30%

---

5 La CNV fue creada por la Ley 32 de 1979 tratando de emular la organización de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de Estados Unidos (MARTÍNEZ, 1986), y desapareció con la Constitución de 1991, cuando se convirtió en la SV. Esta entidad tuvo por funciones la inspección, vigilancia y control de los participantes del mercado de valores y la promoción y desarrollo del mismo hasta 2005, año en el cual fue fusionada con la Superintendencia Bancaria, para dar lugar a la SFC.

6 Sobre la alta concentración de la propiedad de las acciones, el Documento CONPES 2565 de 1991 cita un estudio de la CNV de 1990. La reiterada preocupación de la CNV y de la SV por esta cuestión se muestra, entre otras publicaciones, en Gaviria (1984), CNV (1988), CNV (1990), DNP (1991), *Econometría/SEI* (1995), URIBE (1996). Sobre el atraso del mercado de valores colombiano se puede ver, entre otros, MHCP (1996) y MELO (2003).

del presupuesto de inversión, y de tales inversiones, el 92,0% correspondía al MHCP (DNP, 2015). Igualmente, se indica que tal magnitud de recursos invertidos supone grandes retos en el manejo de las empresas, que muestran gran debilidad de gobierno corporativo afectando su capacidad de generar valor (ídem).

Respecto de la participación de los trabajadores en los procesos de democratización de la propiedad en Colombia, desde el inicio se planteó la propiedad de las acciones democratizando la propiedad (Hernández I., 2005, p. 292). Esto se haría a través de ofertas públicas de las acciones de las empresas del Estado, esperando incrementar la aceptación de los cambios en las organizaciones empresariales por parte de los trabajadores y los sindicatos, lo que a la vez significaría una mayor eficiencia con impactos positivos en la competitividad (DNP, 1991).

Bajo el entendimiento de que la enajenación de empresas del Estado por el mercado conlleva la democratización de la propiedad (Megginson, 2000), la política de privatizaciones en Colombia privilegió la oferta pública de acciones en las privatizaciones (DNP, 1991). Cuando las privatizaciones se desarrollan usando ofertas por el mercado de valores, se interrelacionan tres tipos de decisiones referidas a: cómo transferir el control, cómo establecer el precio de la oferta y cómo colocar las acciones (Megginson, 2000, p. 23-24). Las primeras decisiones corresponden a si la venta de la empresa estatal va a hacerse en una o varias operaciones; las segundas, a determinar si la empresa está subvalorada, y la forma de establecer el precio de la acción (*pricing*), esto es, si va a ser por una oferta amigable (*tender offer*), por un mecanismo de libro de ofertas (*book building*) o por un precio fijado de antemano; y las terceras corresponden a la definición de los destinatarios: solamente inversionistas domésticos, trabajadores, inversionistas extranjeros, entre otros, y, por supuesto, el tipo de contrato de colocación (*underwriting*) más conveniente (ídem).

Es de anotar que en la determinación del precio de las ofertas, si las mismas se realizan mediante subasta, se maximiza la ganancia para el oferente cuando aumenta el número de postores, y que la evidencia empírica sugiere que “una subasta competitiva simple con  $N+1$  postores producirá más ingresos esperados, que lo que un vendedor podría llegar a ganar por aprovechar su posición monopólica con su venta contra  $N$  oferentes” (Megginson, 2000, p. 22).

No obstante que la política en Colombia estableció la oferta pública de acciones en las privatizaciones, se dejó la opción de realizar ofertas por fuera de la misma (DNP, 1991). La democratización se entendió como la posibilidad de acceso y la libre concurrencia de los inversionistas, otorgando condiciones especiales a los participantes de la economía solidaria, esto es, trabajadores, extrabajadores, sindicatos, etc., a los que se les debía dar la primera y exclusiva opción de compra (Corte Constitucional, 1994).

Tres observaciones adicionales respecto del modelo de privatizaciones y su efecto en la democratización de la propiedad accionaria: una es que un punto débil de la política es el concerniente a la concentración de la propiedad, por cuanto se supone que las empresas serán adquiridas por quienes demuestren capacidad económica, a la vez que los pequeños accionistas actuarán como buscadores de rentas en el corto plazo, pero en el largo plazo no tendrán acceso a las ganancias que generen las empresas (Hernández I., 2005, p. 298).

La segunda observación es que, en el desarrollo de la política en los años 2000, se tornó crucial el saneamiento de las finanzas públicas, así que se consideró imperioso salir de aquellos activos que contribuyeran con su impacto negativo al déficit fiscal por tener bajos rendimientos o malos resultados en el desarrollo de su actividad misional, dejando consecuentemente en un lugar secundario los objetivos de democratización y desarrollo del mercado (DNP, 2004).

Pero lo que definitivamente pudo tener un efecto contraproducente en la democratización de la propiedad fue la gran incertidumbre de los potenciales participantes generada en la jurisprudencia (Corte Constitucional, 1994) sobre aspectos como la claridad sobre el negocio a adquirir y sobre el operador estratégico, por cuanto se estipuló que la primera fase de colocación de las acciones debía excluir precisamente la participación de inversionistas estratégicos (Muñoz, 2004, p. 103). Esto habría afectado no solo a los pequeños inversionistas, sino también en forma especial a los fondos de pensiones y cesantías<sup>7</sup>.

---

7 Esta jurisprudencia habría obligado a incluir cláusulas de retracto o desistimiento para los compradores en la primera fase, como fue el caso de la privatización de Isagén (MUÑOZ, 2004, p. 104).



Por último, un asunto que genera inquietud es cómo afecta el objetivo de saneamiento de las finanzas públicas al de democratización. Es cierto que el primero ha sido el propósito que ha guiado preferentemente el desarrollo de estos procesos, dado que “proporcionan dinero rápido a (los) gobiernos que necesitan reducir sus déficits fiscales importantes, bajar los impuestos y financiar el gasto público” (Meseguer, 2004, p. 9), pero su logro podría comprometer el de democratización de la propiedad cuando se enajena propiedad pública. Esto, dadas las condiciones especiales establecidas para la economía solidaria, dirigidas justamente a la democratización, que deja el recaudo a merced de asuntos como la apropiación de recursos de crédito para financiar las adquisiciones por trabajadores, sindicatos, etc., por parte de la misma compañía a privatizar o de otras instituciones; el plazo de desembolso efectivo de dichos dineros a favor de la Nación, que podría llegar a ser indeterminado en tanto se cumplen todas las etapas previstas, y la posibilidad de reversar los procesos en tanto los nuevos accionistas no completen el pago de sus créditos, entre otros.

#### I.2. INSTRUMENTOS: LA LEY DE PRIVATIZACIONES Y LAS OFERTAS PÚBLICAS PARA DEMOCRATIZACIÓN

Los instrumentos jurídicos utilizados para el cumplimiento de los objetivos propuestos fueron: la oferta de acciones de empresas del Estado denominada propiamente privatización en cumplimiento de la Ley 226 de 1995, y las ofertas públicas para democratización (OPD) a través del mercado de valores aprobadas en 1999 por la Sala General<sup>8</sup>. A continuación, se hace una comparación:

*Concepto de democratización:* como se puede ver en el anexo, este concepto es similar en un proceso de privatización y en una OPD, y va dirigido a facilitar y promover el acceso a la propiedad de las acciones de la compañía que se vaya a enajenar en uno y otro caso. Esto guía las condiciones y los procesos que se deben realizar mediante cada uno de los mecanismos, en los que se

---

8 Ver Resolución 704 de 1999 de la Sala General, mediante la cual se adicionó la Resolución 400 de 1995.

resalta la información y el uso de medios que deben garantizar oportunidades de participar a un gran número de potenciales inversionistas.

En la Ley 226 de 1995, el principio de democratización “consagra el derecho de todas las personas, naturales o jurídicas, a acceder a la propiedad accionaria que el Estado enajene y determina que para tal efecto se utilizarán mecanismos que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia y procedimientos que promuevan la masiva participación en la propiedad accionaria” (Muñoz, 2004, p. 154). Este principio está desarrollado en el artículo 2º de la ley.

El concepto de democratización en las OPD no se diferencia en esencia del de la ley de privatizaciones. Según lo establecido por la Resolución 400 de 1995, hoy en día, el Decreto 2555 de 2010<sup>[9]</sup> se entiende como OPD “aquellas en las que el controlante ofrece, en condiciones que propendan por la masiva participación en la propiedad accionaria, una parte o la totalidad de las acciones que posee, utilizando procedimientos para la venta que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia...”. Se considera que mecanismos como las campañas publicitarias a través de medios masivos de comunicación y el uso de la red de los establecimientos de crédito, cumplen a cabalidad con los requisitos de garantizar el acceso de potenciales inversionistas minoritarios y de divulgación de la información de la oferta, del emisor y de su riesgo. Igualmente, la utilización de los mecanismos bursátiles previstos, tales como la organización de ruedas especiales para el remate, así como la entrega de resultados que permitan conocer el valor de la compañía, y el precio y forma de pago de las acciones, garantiza amplia información y libre acceso a todos los potenciales participantes.

*Forma de pago de las acciones privatizadas:* el artículo 3º de la Ley 226 de 1995 indica que, en cumplimiento del artículo 60 de la Constitución, se otorgarán condiciones especiales a: los trabajadores activos y pensionados de la entidad que se va a privatizar y de aquellas en las cuales tenga participación mayoritaria; extrabajadores de las mismas; asociaciones de empleados o exempleados; sindicatos de trabajadores; federaciones y confederaciones de sindicatos de trabajadores; fondos de empleados; fondos mutuos de inversión; fondos de pensiones y cesantías, y cooperativas así definidas por la

---

9 Cfr. Decreto 2555 de 2010 artículos 6.15.3.1.1 en adelante.

legislación de cooperativas<sup>10</sup>. Esto, atendiendo a lo establecido en la Sentencia de la Corte Constitucional C-037 de 1994 (Muñoz, 2004, pp. 106-107). Los fondos de pensiones y cesantías habrían entrado en esta categoría no obstante que son inversionistas institucionales o profesionales, debido a que sus suscriptores y beneficiarios son en últimas los trabajadores. Dentro de las condiciones especiales están: el pago de las acciones a crédito a plazos mayores a cinco (5) años, con tasas de interés especiales, períodos de gracia y con garantía de las acciones adquiridas, entre otros.

Aunque no está establecido como un requisito de la oferta, las operaciones de OPD han incluido la posibilidad de realizar pagos en efectivo o por cuotas, así como descuentos, con el objeto de incentivar la compra de las acciones por parte de los inversionistas minoritarios. La forma de pago de las acciones debe estar explícita en la documentación de la oferta pública.

*Valoración del emisor:* aunque la regulación de la OPD no especifica la obligación de realizar una valoración del emisor, como sí lo hace explícitamente la regulación de privatizaciones, la misma es necesaria en el mercado de valores, y se encuentra inserta en el contenido que debe tener el cuadernillo de ventas en aspectos como el valor intrínseco de la acción, la cotización promedio, los estados financieros del emisor y el nombre de la sociedad evaluadora, entre otros.

*Divulgación de información sobre el riesgo:* la divulgación de la información del emisor y del riesgo constituyen, en esencia, la diferencia cuando se enajenan las acciones en procesos de privatización, o cuando se utiliza el mecanismo de mercado que es el de las OPD. En el primer caso, no es un requisito informar sobre el riesgo que deberían tener los adquirentes como presupuesto para realizar la inversión, desconociendo la teoría básica de

---

10 Mediante Sentencia de la Corte Constitucional C- 393 de 2012, se declaró la exequibidad de las expresiones *fondos mutuos de inversión* y *fondos de pensiones y cesantías* (Corte Constitucional, 2012). Por su parte, en los artículos 4° y 5° de la Ley 79 de 1988 general de cooperativas se definen la naturaleza y características de las entidades cooperativas. Por último, las cesantías son una prestación social existente en Colombia correspondiente a un mes de salario por cada año de servicios, que el empleador consigna a favor del trabajador en un fondo, y que puede ser utilizado por este para cubrir sus gastos en caso de desempleo, o en forma parcial para vivienda o educación durante su vinculación laboral.

conformación de portafolios en lo atinente a la dispersión del riesgo (Muñoz, 2004, p. 107).

En las OPD, la información sobre el riesgo es requisito indispensable: se debe publicar la información relevante, en folletos redactados en castellano, en lenguaje sencillo y asequible para el común de la población. No solamente la información relevante es el eje de toda la regulación del mercado, sino que uno de los principios fundamentales es que los inversionistas conozcan el riesgo al que se exponen al realizar inversiones en acciones: que pueden perder su capital, y que deben considerar criterios para la conformación de su portafolio teniendo en cuenta su capacidad económica y su posición particular frente al riesgo. Se resalta que, a diferencia del caso anterior, en el mercado de valores los inversionistas deben saber que les corresponde asumir las pérdidas en caso de mercados adversos. Además, uno de los deberes especiales de los intermediarios del mercado es suministrar amplia información, asesoría y consejo a los inversionistas no profesionales, que la regulación del mercado llama clientes inversionistas y que en este caso correspondería a los minoritarios<sup>11</sup>.

En el caso de la generadora de energía Isagén, la alternativa escogida en la última privatización fue la de utilizar la Ley 226 de 1995, estipulando que el objetivo prioritario era la consecución de recursos fiscales en el corto plazo, en cambio de los dividendos futuros que pudiera generar la compañía en el largo plazo. En estos términos, con el objeto de obtener dinero para la financiación de infraestructura emprendieron un nuevo proceso de enajenación de un porcentaje de acciones que representaban el control por parte de la Nación, incluso aceptando la ‘reversión’ de la democratización al programar la oferta pública de adquisición voluntaria a los minoritarios, tal como había sido especificado en el acuerdo de accionistas de 2006, así como la posible salida de cotización de la acción de la compañía en bolsa.

---

<sup>11</sup> Este deber especial de asesoría a los clientes inversionistas está definido en el Decreto 2555 de 2010 Art. 7.3.1.1.3. Respecto de los deberes de asesoría de los intermediarios, pueden verse también el Decreto 2555 de 2010, entre otros, los artículos 2.9.8.1.4 y 2.9.20.1.1 literal c.

## 2. ANÁLISIS INTERDISCIPLINAR DE LA PRIVATIZACIÓN DE ISAGÉN

En las siguientes secciones se va a analizar el proceso de privatización de Isagén como parte de un subsistema político, un subsistema económico y un subsistema jurídico, con el objeto de analizar sus resultados a la luz del propósito de democratización de la propiedad. Algunos antecedentes son:

Isagén ha sido objeto de tres privatizaciones: en la primera, iniciada en 1999, se puso en oferta el 77,0% de la participación accionaria de la Nación en la generadora, con el objetivo de conseguir recursos para el erario público. Este proceso hubo de suspenderse al fallar la Corte Constitucional una tutela a favor de las Empresas Públicas de Medellín (EPM), en la que se invocaba el derecho a la igualdad de participar en el proceso (Corte Constitucional, 2000). En dicha oportunidad, la compañía fue valorada en 900.000 millones de pesos (Cabrera, 2016).

El segundo proceso de enajenación de Isagén fue aprobado en 2006, en el marco de la ley de privatizaciones, pero en este caso buscando participar activamente en el mercado de valores. La empresa se valoró en 3,1 billones de pesos (Cabrera, 2016). Las acciones de la compañía habían sido inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVEI) en 2005<sup>[12]</sup>, dentro del sector de servicios públicos domiciliarios, igualmente inscritas en bolsa el 31 de enero de 2007, y puestas a cotización a partir del 17 de octubre del mismo año. La oferta en esta ocasión fue de 523.973.000 acciones, el 19,22% de las acciones que poseía el Ministerio de Minas y Energía (MME), por valor de \$592.000 millones, y se hizo en dos vueltas: la primera, destinada a compradores del sector solidario, fue iniciada con la publicación del aviso de oferta el 27 de febrero de 2007, y la segunda, para el mercado en general, mediante aviso publicado el primero de junio de 2007, para la venta de 91.827.773 acciones por valor de \$103.764,2 millones. Adicionalmente, se previó que en caso de que en el futuro la Nación enajenara el control que aún pudiera mantener sobre la sociedad a un operador privado, este debería

---

12 Por la Ley 964 de 2005 marco del mercado de valores, el RNVEI se dividió en dos: el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y el Registro Nacional de Agentes del Mercado (RNAM).

hacer una oferta pública de adquisición (OPA) voluntaria a los accionistas minoritarios, considerando como tales a quienes tuvieran menos del 3% de las acciones en circulación.

El tercer proceso de privatización de Isagén fue realizado dentro de la Ley 226 de 1995 con un propósito eminentemente fiscalista, y en primera instancia fue aprobado por el Decreto 1609 del 31 de julio de 2013, posteriormente modificado por el Decreto 2316 del 22 de octubre de 2013. En esta ocasión, la generadora se valoró en 7,7 billones de pesos (Cabrera, 2016)<sup>13</sup>, y se estableció la venta de 1.571.919.000 acciones de la compañía, el 57,61 % de las acciones en circulación, con el objeto de recaudar recursos que serían destinados a financiar la actualización de la infraestructura de transporte terrestre, en el plan que se ha denominado 4G. Este proceso de enajenación se estructuró en tres fases, la primera para el sector de la economía solidaria en cumplimiento del artículo 60 de la Constitución, que se debía realizar entre el 19 de noviembre de 2013 y el 20 de enero de 2014; la segunda, dirigida a un operador estratégico entre el 28 de enero de 2014 e inicialmente el 24 de septiembre de 2014, y la tercera para dar cumplimiento al acuerdo de accionistas firmado en 2006, según el cual se debía realizar la OPA voluntaria ya mencionada de darse las circunstancias. El análisis se concentra en la última privatización, pero eventualmente hace referencia a la anterior. Los decretos mediante los cuales se reglamentó el procedimiento de venta de Isagén en 2013 fueron:

TABLA 1. DECRETOS TERCERA ENAJENACIÓN DE ISAGÉN

<i>Decreto</i>	<i>Fecha</i>	<i>Tema</i>
Decreto 1609	30 de julio de 2013	Fija las etapas del proceso y un precio de \$2.850 más IPC para la primera etapa.
Decreto 2316	22 de octubre de 2013	Establece nuevo precio de \$3.178 para la primera etapa.
Decreto 1512	12 de agosto de 2014	Prorroga vigencia de la segunda etapa por un año.

13 Algunas críticas manifiestan que en esta valoración no se tuvieron en cuenta variables importantes, como el patrimonio ambiental representado en bosques nativos, espejos de agua, fauna y flora de las regiones de influencia de la empresa, y al intangible por propiedad intelectual, este último correspondiente a estudios sobre energías renovables, etc. Ver, entre otros, DUQUE (2016).

<i>Decreto</i>	<i>Fecha</i>	<i>Tema</i>
Decreto 2468	22 de diciembre de 2015	Restituye plazo de la segunda etapa hasta el 27 de enero de 2016.

Fuente: Decretos MHCP.

## 2.1. LO POLÍTICO: POLÉMICA NO RESUELTA POR LA PRIVATIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA

Como parte de un subsistema político, la enajenación del control que tenía la Nación sobre Isagén corresponde a la ejecución por parte del Gobierno nacional de una política de privatizaciones definida desde inicios de los años 1990. Según las definiciones de Roth, los condicionantes de la Política de enajenación de la propiedad del Estado se pueden estudiar desde la *polity*, esto es, el estudio del ámbito de gobierno de la sociedad, pero también desde la *policy* o elaboración de la política pública como propuesta de objetivos y programas de las autoridades públicas, y eventualmente caben consideraciones desde la *politics*, o la lucha por el control del poder (Roth Deubel, 2002).

En primer lugar, al tratar los aspectos políticos de la privatización de Isagén desde la *polity*, se encuentra que las privatizaciones están establecidas en Colombia desde hace más de dos décadas y fueron discutidas en el seno de la Constituyente en 1991 y en el Congreso en 1995, de manera que ante la dicotomía por mayor/menor intervención del Estado se optó por la segunda opción. No obstante, cada vez que se enajena una compañía estatal surge una gran polémica, evidenciando que no hubo ni hay una aceptación general sobre la conveniencia de las privatizaciones. Por supuesto, el caso de Isagén no se aparta de lo anterior: independientemente de la justificación económica de la venta de la generadora y de la respuesta desde la jurisdicción a las demandas instauradas, las discusiones sobre las privatizaciones en general y sobre la enajenación de Isagén en particular han pasado al ámbito político, en el seno del Congreso, los sindicatos, los partidos y movimientos políticos, y la gran prensa.

*Posiciones en contra:* el tercer proceso de privatización de la compañía iniciado en 2010 estuvo rodeado de una amplia oposición de los candidatos a la Presidencia de la República para el período presidencial 2010–2014 (Cabrera, 2016). Los argumentos fueron: la inconveniencia de utilizar activos del Estado para “tapar huecos fiscales”, y de “vender empresas estratégicas para el país”,

con un amplio consenso político en contra de la venta, e incluso haciéndose sugerencias de expulsión de los partidos políticos de quienes apoyaran el proceso (ídem). Se cuestionó la enajenación de una empresa rentable cuya valoración se multiplicó por 10 en términos reales entre 1999 y 2013 (ídem).

También hubo voces desde corrientes opuestas del espectro ideológico: de un lado, el senador Iván Duque, vocero del Centro Democrático, partido de derecha, criticó la política del gobierno al considerar que se estaba tomando a la compañía como un “cajero automático” para “tapar su irresponsabilidad en al (sic) [el] gasto público”, habiendo otras alternativas para financiar los proyectos de infraestructura (*El Espectador*, 2015). De otro, en la discusión por la moción de censura contra el ministro de Hacienda, llevada a cabo en el Congreso en abril de 2016, el senador Jorge Enrique Robledo, del Polo Democrático, partido de izquierda, acusó al gobierno de aceptación de una conducta colusoria de los proponentes, defraudación al patrimonio público, actuación en contra de la libre competencia, entre otros; en suma, de haber “matado a la gallina de los huevos de oro” (Robledo, 2016). Otro actor político que habló de detrimento patrimonial para el Estado fue el senador Juan Lozano, del partido de la U, situado en el centro y cercano al gobierno (Lozano, 2016). Incluso un importante grupo de senadores llegaron a instaurar una acción ante los tribunales solicitando una medida cautelar que pretendía detener el proceso cuando estaba a la altura de la adjudicación en la segunda etapa, cuestionando la validez de los decretos que habían aprobado la enajenación de las acciones. Dichos senadores indicaron en su demanda que habría habido detrimento al patrimonio público, pérdida de soberanía y violaciones al régimen de la libre competencia, entre otros puntos<sup>14</sup>.

Algunos críticos plantearon que en lugar de vender activos públicos exitosos, se debería salir de empresas de licores y loterías que son “anacrónico(s) monopolio(s) y nidos de politiquería y corrupción (Castro, 2016a). Igualmente, se resaltó que en el caso de las privatizaciones en Europa, los Estados conservaron lo que se denomina acción de oro (*Golden Share*)<sup>15</sup>, lo que les deja capacidad de veto sobre decisiones que pudieran estar en contravía del

---

14 Esta acción fue negada por el Consejo de Estado como se puede ver en la sección de Lo jurídico *infra*.

15 La capacidad de veto temporal del gobierno tiene como propósito controlar posibles movimientos especulativos o de toma de control por parte de grupos económicos que



interés público (Castro, 2016b). También se pronunciaron diversas entidades públicas, como es el caso de la Procuraduría General de la Nación, que consideró que era un mal negocio la venta, dado que “el precio ajustado de la acción no sería equivalente al pago en divisas que fue estimado en la estrategia de venta, con grave deterioro del tesoro” (*Portafolio*, 2016b).

Igualmente, se tachó de arrogantes, tercios y desdeñosos de la opinión pública a los funcionarios del gobierno que lanzaron en 2013 la enajenación del control de la generadora en un proceso de subasta con oferente único, colocando las acciones en cabeza de un conglomerado ampliamente cuestionado e investigado en Brasil y Estados Unidos (Lozano, 2016).

Otra crítica al proceso de Isagén fue que se pagaron altas comisiones a entidades de banca de inversión, como fueron *Credit Suisse* e *Inverlink*. En efecto, trascendió que los pagos a dichas entidades, entre otras, sumaron 22.700 millones de pesos, valor correspondiente al 0,35% del valor de la venta, más 2.500 millones por honorarios. El contrato habría sido firmado en abril de 2009 (*Portafolio*, 2016 a).

Finalmente, el resultado de una encuesta realizada luego de la segunda fase fue la oposición a la venta del control de Isagén en 2013 por el 85% de los consultados (*El Tiempo*, 2016). Tal oposición también se evidenció en plantones, marchas y bloqueos de vías en los que se unieron personas del común, sindicatos y partidos políticos, e incluso la Red de Veedurías Ciudadanas denunció penalmente al Ministro de Hacienda por presuntas irregularidades en la venta de la generadora, al supuestamente haberse “direccionado el proceso para impedir la concurrencia real y efectiva de una pluralidad de oferentes e interesados ciertos en dicho proceso, y de paso se coartó de manera deliberada la posibilidad de contar con una puja real por el precio final” (*Semana*, 2016).

*Posiciones a favor:* analistas hablaron de “politiquería barata” de los detractores de estos procesos, y dijeron que fue conveniente continuar con el modelo para superar situaciones como la del apagón de principios de los años 1990, y para aumentar la eficiencia y cobertura de las entidades que prestan servicios públicos, por cuanto se combinaría la actuación de reguladores

---

quieran hacerse a un cierto porcentaje de acciones de la compañía privatizada (MUÑOZ, 2004, p. 57).

independientes con los incentivos del mercado al sector privado (Clavijo, 2016). Según estos planteamientos, los contradictores de la privatización de Isagén se basaron en falacias, las cuales se controvirtieron con los siguientes datos: se requieren recursos faltantes en el presupuesto cercanos al 2 o 3% del PIB anual entre 2015 y 2017, para la financiación de la modernización de la educación, la universalización de los servicios de salud y la dotación de la infraestructura de transporte; es necesario capitalizar la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) en cerca de 2.500 millones de dólares para permitirle el músculo financiero que le permita desarrollar la infraestructura 4G; la regla fiscal no permitirá mayores vigencias futuras que ya llegan al 10% del PIB en valor presente neto, cuando el límite es el 12%, entre otras (idem).

Según la posición oficial en nota publicada en la prensa, estuvo bien destinar el valor de la venta de Isagén a financiar el plan de infraestructura, teniendo en cuenta que se requerirían 45 años de rendimientos de la generadora para completar los dineros necesarios para los proyectos, según lo indicado por el director del DNP. Igualmente, se resaltó que el valor de la venta de la compañía equivalió a más del doble de lo obtenido en transacciones internacionales por empresas del sector eléctrico, y se planteó que era preferible que, ante la restricción de recursos presupuestales para adelantar las políticas públicas, era preferible que el Estado recibiera rentas como las que provendrían de la privatización de Isagén, con las cuales pudiera concentrarse en proveer los bienes y servicios de los cuales nadie más se encargaría (Yanovich, 2016).

En el mismo sentido, se ha respondido a las denuncias diciendo que en períodos presidenciales anteriores se obtuvieron recursos por privatización en cuantías significativamente mayores que las que se lograrían por esta operación, entre ellas las realizadas entre 2002 y 2010. Así mismo, la enajenación de 2013 empezó realmente en 2008, durante el período presidencial de uno de los más acérrimos contradictores del gobierno, el actual senador Álvaro Uribe Vélez (De la Torre, 2016).

También se resaltaron las ventajas de la venta de la generadora, especialmente por el resultado positivo que se esperaba en términos de la utilización de los fondos en infraestructura primaria y la rentabilidad social de tales inversiones. Al mismo tiempo, se desestimaron los argumentos contrarios a la privatización, provenientes de tres grupos de interés, que fueron calificados como predecibles: la oposición política a la derecha y a la izquierda del gobierno; voceros de algunos partidos políticos de la Unidad Nacional (co-

riente que apoya al gobierno), y ciudadanos, columnistas y periodistas. Los primeros se mostraron sorprendentes por “la imposibilidad de distinguir si vienen del Centro (Democrático) o del Polo Democrático”; los segundos se explican por “la heterogeneidad e indisciplina de la coalición (de gobierno)”, y los terceros expresan falta de confianza hacia el Estado y hacia el mercado (Benavides, 2016).

Se planteó el bajo nivel de la discusión conceptual y el desconocimiento de los modelos desarrollados en los últimos treinta años para el estudio positivo y normativo de los “arreglos institucionales” para el crecimiento económico, dentro de los que están la teoría de incentivos, la Economía de contratos, la Economía institucional y la teoría del crecimiento. Esto habría permitido la propagación de dos falacias: “el Estado es siempre mejor inversionista y operador que el sector privado” y “existen activos estratégicos y sagrados”. A la primera se contestó que Isagén “se pudo vender a la relación Ebitda por 14,4 del precio base porque está en un mercado con competencia trabajable en el que las generadoras deben maximizar su valor para sobrevivir” independientemente de si son públicas o privadas; respecto de la segunda, se dijo que ni Isagén ni ningún agente del mercado estaban en capacidad de controlar el precio de mercado de energía (Benavides, 2016)<sup>16</sup>.

En relación con la colocación de las acciones en la segunda fase en una subasta con único proponente, el Gobierno nacional podría aducir que se cumplió en todo con el procedimiento de remate estipulado, que se realizó en una operación pública, como lo es el martillo organizado por la BVC, y por lo tanto dentro del mercado de valores. En entrevista publicada en el diario *El Tiempo*, el ministro de Hacienda indicó que la subasta de oferente único ya se había utilizado en otros procesos, como fueron Banco Popular, Cerrejón, Chec y la Empresa de Energía de Cundinamarca, y que lo importante es que la valoración de la compañía haya sido realizada en forma correcta (Amat, 2016).

En segundo lugar, el contenido y tono de las discusiones y el ámbito de las mismas hacen posible introducir el análisis de la Política como *politics* o

---

16 La relación EV/Ebitda mide el valor de una compañía contra el Ebitda. Este último es un acrónimo en inglés que indica las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones. Se considera que una relación menor a 10 es “saludable”.

la lucha por el control del poder, o simplemente *hablar de política*. Algunas de las posturas estaban no en contra o a favor de la privatización de Isagén, sino en contra o a favor del gobierno. La importancia de esto se muestra en las amplias repercusiones que tuvieron estas manifestaciones al retrasar el proceso de enajenación por varios meses y hasta años. En esto jugaron un papel importante los formadores de opinión, como pueden ser influyentes medios de comunicación, que eventualmente tomaron partido, en algunos casos sin mucha profundidad.

En tercer lugar, desde la *policy*, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) ha venido produciendo desde 1991 una Política pública en la que se estipula y hace seguimiento a las privatizaciones del Estado colombiano, y en particular la relacionada con las empresas del sector eléctrico que constituyeron los activos más importantes. En efecto, dentro del portafolio de empresas de propiedad de la Nación susceptibles de ser privatizadas en cumplimiento del modelo definido, han estado en primer lugar 33 empresas del sector eléctrico, con un valor patrimonial aproximado de 1 billón de pesos en 1991 (DNP, 1991); a diciembre de 2003, las empresas de dicho sector que quedaban estaban valoradas en 15,4 billones de pesos, el 63,9% del total (DNP, 2004).

Para la Contraloría General de la República, la política de privatizaciones desarrollada en los Conpes, estuvo enmarcada por el Acuerdo *Stand-By* suscrito por Colombia con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 1995, el cual especificaba la necesidad de realizar reformas para disminuir el tamaño del Estado, así como la mejora de las finanzas públicas (Hernández M., 2006, p. 2). No obstante, con anterioridad a esa fecha ya se había publicado la propuesta de un programa de enajenación de la participación del Estado en la propiedad de empresas públicas.

Los documentos Conpes relevantes en el caso de la privatización de Isagén son los siguientes:

– Primero, el Documento Conpes 2565 de 1991, en el que se propone un programa de privatización para Colombia (DNP, 1991). Tras hacer un balance del papel del Estado en el manejo de empresas públicas, del bajo desarrollo del mercado de valores y de la alta concentración de la propiedad, el documento se enfoca en desarrollar tres cuestiones: en primer lugar, una redefinición del papel del Estado disminuyendo su tamaño, y vendiendo sus activos con el fin de restablecer el equilibrio fiscal; en segundo lugar, el

documento plantea la necesidad de tener un mercado de valores más amplio, lo que sería consistente con otorgar un ambiente de competitividad y mayor eficiencia al empresariado; finalmente, aborda el requerimiento de democratizar la propiedad de las acciones en las empresas, mediante la oferta de las mismas en procesos de enajenación. La recomendación de este Conpes es elaborar un proyecto de ley de privatizaciones y el resultado final fue la expedición por el Congreso de la Ley 226 de 1995.

– Segundo, el Documento Conpes 2920 de 1997, en el cual se hace un balance de los procesos de vinculación de capital privado a las empresas del Estado (DNP, 1997). Se parte del Plan de Desarrollo que definió la canalización de mayores recursos a la inversión privada en infraestructura, así como el desarrollo de mecanismos regulatorios para facilitar la participación de capital privado en el crecimiento de la Economía. Para esto, el documento plantea un modelo mixto, dejando al Estado dos funciones: en primer lugar, proveer reglas claras para propiciar dicha participación de los privados y la democratización de la propiedad, y en segundo lugar, la protección de los derechos de los usuarios. Este Conpes hace las siguientes recomendaciones: continuar con los procesos de privatización; revisar la reglamentación vigente para flexibilizar la venta de las empresas por tramos, con el fin de fomentar la democratización de la propiedad e incentivar la participación del público; 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; incentivar la participación de los intermediarios financieros en la distribución de la oferta pública, y evaluar la posibilidad de promover la participación de los fondos de pensiones y cesantías sin que esto significara aumentar sus riesgos en forma significativa. La implementación de dicha política bien pudo materializarse en la expedición de la regulación de las ofertas públicas para democratización por parte de la Sala General de la SV.

– Tercero, el Documento Conpes 3055 de 1999 determina las estrategias y acciones para la energización de las zonas no interconectadas del país (ZNI) (DNP, 1999). En este documento se evalúa la falta de acceso al servicio de energía en gran parte del territorio nacional, y se hace referencia a la política establecida en el Plan de Desarrollo “Cambio para Construir la Paz” de llevar oferta de este servicio a las ZNI. Dentro de los aspectos que se consideran está la privatización de las empresas ISA e Isagén, con el fin de realizar los

aportes de la Nación para financiar la estrategia, a la vez que se propicia la participación de capital privado en el desarrollo. La recomendación de este documento, en lo que concierne a la materia de este escrito, es solicitar al Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), entre otras entidades, la definición y diseño de los mecanismos y metas físicos y financieros para la ejecución del plan para llevar energía a las ZNI con la máxima participación de comunidades y agentes privados. Por coincidencia de tiempo, como resultado se puede plantear el primer proceso de privatización de Isagén en 1999, que no culminó.

– Cuarto, el Documento Conpes 3425 de 2006, por el cual se establece una estrategia de democratización accionaria para Isagén (DNP, 2006). En este documento se hace una completa evaluación de la compañía como importante generador de energía eléctrica, así como se establecen sus perspectivas en cuanto a crecimiento y rentabilidad del negocio, y plantea que sus accionistas decidieron aprobar la inscripción en bolsa con el objeto de respaldar el programa de democratización de la propiedad. Las recomendaciones de este documento son: adoptar la estrategia de venta del 20% de las acciones de propiedad de la Nación y en consecuencia, solicitar la aprobación del programa de enajenación al Consejo de Ministros. Como resultado está la aprobación de la bursatilización de las acciones de Isagén y del programa de enajenación realizado en 2006.

Ahora bien, no existe un documento Conpes en particular que anteceda a la privatización de Isagén aprobado en julio de 2013. Lo que sí se encuentra es que, en el desarrollo de la Política de saneamiento de las finanzas públicas del Estado colombiano, que se tornó prioritaria como objetivo de estos procesos desde los años 2000 (DNP, 2004), se discutieron diversas estrategias, dentro de las cuales se encuentra una nueva operación de venta de la participación en la generadora de energía. Igualmente, la venta de la empresa fue tenida en cuenta en el presupuesto de 2008, durante el segundo período presidencial de Álvaro Uribe Vélez (Clavijo, 2016).

Como se ve, la definición de la política pública fue realizada en un ámbito técnico, y sustentada con diagnósticos y modelos que llevan adelante una propuesta de menor intervención del Estado en la Economía, que incluso se puede rastrear hasta la Constitución de 1991. La privatización de Isagén es consistente con estos lineamientos de disminución del tamaño del Estado y consecución de recursos para el erario público, y al menos teóricamente con

el propósito de democratización de la propiedad de las acciones, al privilegiar la oferta de los títulos privatizados por el mercado de valores.

## 2.2. LO ECONÓMICO: LA COTIZACIÓN DE ISAGÉN EN BOLSA Y EL PRECIO DE ENAJENACIÓN

Como parte de un sistema económico, las privatizaciones tuvieron por objeto realizar la retracción del Estado y dotar a la Economía de un mayor ambiente de competitividad y eficiencia, con miras a enfrentar la competencia internacional. Ante la dicotomía de acumular/no acumular riqueza, se parte del presupuesto de la primera opción. Además, consecuente con la disminución del tamaño del Estado, los recursos obtenidos por la enajenación de propiedad pública deberían ser destinados al cumplimiento de las funciones del Estado, además de corregir el desbalance en las finanzas públicas.

Isagén fue un caso excepcional de privatización de activos del Estado que a la vez se llevó al mercado de valores al inscribirse en bolsa la acción<sup>17</sup>. En el tercer proceso, sin embargo, se dio marcha atrás, lo cual generó preocupación por la inminente salida del mercado de valores de un emisor que llegó a destacarse por el reconocimiento otorgado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) por tres años consecutivos, y por el lugar prominente que llegó a tener en la canasta del COLCAP.

Dados los procedimientos para la realización de procesos de privatización establecidos en la ley, un punto de mucha importancia es la valoración y consecuente establecimiento del precio de la compañía a enajenar, que de suyo busca maximizar el valor que ha de recibir el Estado por la venta. De esta forma, el análisis económico de la privatización de Isagén va dirigida a evaluar el precio al cual se ofrecieron las acciones de la compañía, y cubre varios temas: la evolución de la cotización de la acción en bolsa, que suele caracterizarse como la mejor forma de valoración, y su relación con el precio establecido por el gobierno en las diferentes etapas; los efectos del proceso

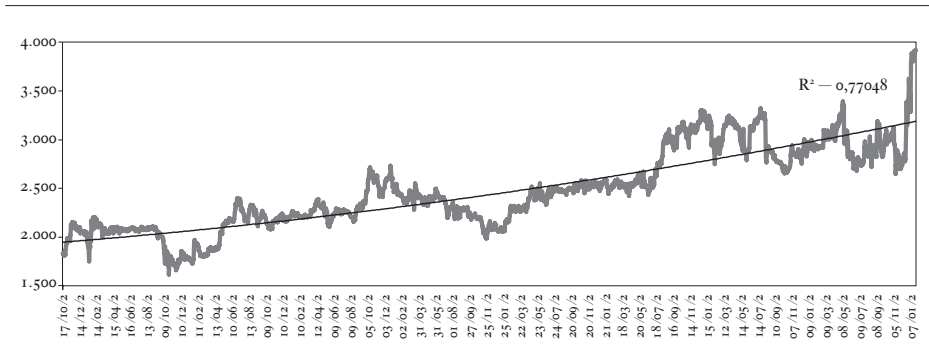
---

17 Otros casos de oferta pública de la Nación, aunque sin bursatilización de las acciones, fueron: el Ministerio de Agricultura respecto de las acciones en varios fondos ganaderos; el MME respecto de las acciones en Electrificadora del Meta, Empresa de Energía de Cundinamarca, Empresa de Energía de Boyacá, Electrificadora de Santander, entre otras (Cfr. Avisos de OP).

de enajenación en sí mismo sobre dicha cotización, y algunos modos alternativos para establecer el precio de venta.

Teniendo en cuenta que la mejor forma de valoración de una empresa es el mercado, se realizó el análisis a la cotización de Isagén, tal como se muestra en la gráfica 1. El comportamiento del precio de la acción en la bolsa indica que, aunque la tendencia lineal ascendente de las cotizaciones en los más de nueve años transcurridos entre el 17 de octubre de 2007 y el 28 de enero de 2016 se ajusta bastante bien a la serie, la mayor correlación se encuentra en la tendencia polinómica. Los “picos” máximos de cotización se alcanzaron en julio de 2009, septiembre–octubre de 2010, mayo de 2012, septiembre–octubre de 2013, enero de 2014, marzo de 2014, julio de 2014, mayo de 2015, septiembre de 2015 y enero de 2016, este último el precio de cotización más alto de toda la serie.

GRÁFICA 2. COTIZACIÓN BURSÁTIL ISAGÉN -  
17 DE OCTUBRE DE 2007 A 28 DE ENERO DE 2016



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia. Elaboración propia.

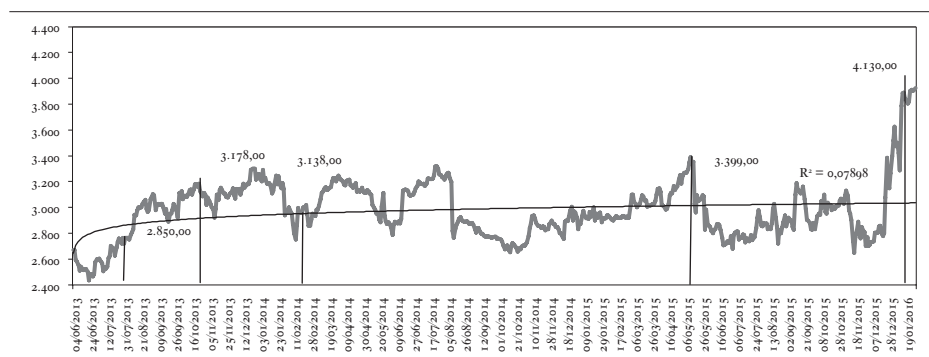
Como es lógico, las cotizaciones debieron recoger lo que se denomina aspectos fundamentales de la acción, esto es, sus resultados financieros y principales indicadores y múltiplos, así como algunas situaciones significativas. Entre los eventos más notables identificados en los reportes de información relevante al RNVE durante el período, así como sus efectos, estuvieron: la emisión en oferta pública de \$850.000 millones en bonos de deuda pública interna aprobada en septiembre de 2009, mes en el cual la tendencia de los precios fue a la baja, pero probablemente la salida de la oferta haya impulsado una recuperación de la cotización; los avisos relacionados con situaciones jurídicas como la



imposición de una multa por un accidente mortal de unos trabajadores en julio de 2015 al tiempo con una baja del precio, o la publicación de fallo de la Corte Constitucional (CC) sobre el proyecto hidroeléctrico La Miel el 11 de junio de dicho año, al que también siguió un período de caída del precio, y todo lo acontecido con la construcción de la megaobra Hidrosogamoso<sup>18</sup>, que tuvo impacto en el precio de la acción.

Un tema de interés es verificar el efecto que tuvo sobre la cotización de Isagén el desarrollo de la privatización definida en julio de 2013.

GRÁFICA 3. COTIZACIÓN BURSÁTIL ISAGÉN  
4 - JUNIO DE 2013 A 28 DE ENERO DE 2016  
Y PRECIOS FIJADOS PARA LA ENAJENACIÓN



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia. Elaboración propia.

El precio establecido en el Decreto 1609 del 30 de julio de 2013 para la colocación de las acciones en una primera fase, que estaba destinada a los inversionistas de la economía solidaria, fue de \$2.850, un poco mayor que la cotización de la acción en ese momento, que fue de \$2.765, después de lo

18 Hidrosogamoso es una de las obras de generación de energía hídrica más grande de Colombia, que tuvo un costo de 4,1 billones de pesos. Según información de la página de Isagén y de otros medios, esta hidroeléctrica, que entró en operación en diciembre de 2014, está en capacidad de producir 820 MW, un porcentaje importante de la oferta total de energía del país; aumentó la capacidad instalada de la compañía en un 42%; y se registró un potencial de aumentar los ingresos de Isagén en 12%, las utilidades en 6% y el Ebitda en 50%. Tres empresas en conjunto constituían a inicios de 2016 más de la mitad de la oferta de generación eléctrica de Colombia: Empresas Públicas de Medellín (EPM), Isagén y Emgesa.

cual la tendencia del precio en bolsa fue al alza. Por su parte, mediante el Decreto 2316 del 22 de octubre de 2013 se modificó el precio de enajenación a \$3.178, cuando la cotización estaba en \$3.160, pero el efecto subsiguiente fue de disminución en la misma. Sin embargo, la expectativa respecto a la finalización del proceso podría haber propiciado una recuperación del precio después de la caída al final de dicho mes de octubre de 2013, de manera que se logró un “pico” alto en la cotización el 19 de noviembre, cuando el precio fue de \$3.155. Por último, en esta primera fase, de nuevo se presentó alza al final de la misma, quedando la cotización en \$3.130 el 20 de enero de 2014, precio un poco menor que el de colocación finalmente determinado, que fue de \$3.138.

Para la segunda fase del tercer proceso de enajenación se buscaba un operador estratégico. Dicha fase fue iniciada el 20 de febrero de 2014. En principio, el precio estipulado fue de \$2.850, que se debía ajustar por IPC al momento de concretarse la enajenación.

Diversas situaciones tuvieron efecto en la cotización de la acción: la sentencia del Consejo de Estado (CE) del 21 de mayo de 2014, que determinó la viabilidad del proceso de enajenación, significó un alza en la cotización; la prórroga a la vigencia del plazo de enajenación por un año, establecida en el Decreto 1512 del 12 de agosto de 2014, fue seguida de una disminución del precio de la acción en bolsa; a la publicación de un nuevo precio para la subasta dirigida a los inversionistas estratégicos el 14 de mayo de 2015, de \$3.399 cuando la cotización el 12 de dicho mes estaba en \$3.390<sup>[19]</sup>, y la sentencia del Consejo de Estado del 15 de mayo de 2015, que anunció la suspensión temporal del proceso, siguió una descolgada en cotización a menos de \$3.000; la sentencia del CE de septiembre del mismo año, que negó la pretensión de nulidad del Decreto 1609 de 2013, coincidió con la recuperación de la cotización, y el anuncio del nuevo precio de \$4.130, y de la subasta de la segunda fase el 23 de diciembre de 2015, la cual debía realizarse el 13 de enero de 2016, antecedió a un alza significativa de la cotización, que alcanzó su máximo histórico en el período estudiado el siguiente 28 de enero, cuando llegó a \$3.923.

---

19 Se toman los datos a 14 de mayo de 2015, que es la fecha de la sentencia del CE que levantó la suspensión temporal sobre el Decreto 1609 de 2013.

TABLA 2. PRECIOS FIJADOS POR EL GOBIERNO NACIONAL (MHCP)  
VERSUS COTIZACIÓN BURSÁTIL - 30 DE JULIO DE 2013 A 13 DE ENERO DE 2016

<i>Fecha</i>	<i>Precios fijados</i>	<i>Cotización</i>	<i>Diferencia porcentual</i>
30-jul-13	2.850,00	2.765,00	3,07%
22-oct-13	3.178,00	3.160,00	0,57%
20-ene-14	3.138,00	3.130,00	0,26%
14-may-15*	3.399,00	3.355,00	1,31%
13-ene-16**	4.130,00	3.786,25	9,08%

\* La fecha se deduce de la sentencia del CE que levantó la suspensión provisional del Decreto 1609 de 2013.

\*\*El precio de \$4.130 debía indexarse por IPC de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 2468 de 2015.

Fuente: Decretos y comunicados Gobierno nacional y Bolsa de Valores de Colombia. Elaboración propia.

Como se observa en la tabla 2, los precios determinados por el Gobierno nacional para la enajenación siempre estuvieron por encima de la cotización de las acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Se destaca el precio de adjudicación de la subasta de un solo oferente el 13 de enero de 2016, cuando se dio finalización a la segunda fase del proceso, precio que estuvo más de un 9% por encima de la cotización en bolsa.

TABLA 3. PRECIOS FIJADOS POR EL GOBIERNO VERSUS PRECIO  
CORREGIDO POR IPC - 30 DE JULIO DE 2013 AL 13 DE ENERO  
DE 2016 (FIN DE MES ANTERIOR)

<i>Fecha</i>	<i>Precios fijados</i>	<i>Precio corregido por IPC*</i>	<i>Diferencia porcentual</i>
30-jul-13	2.850,00		
22-oct-13	3.178,00	2.860,73	11,09%
20-ene-14	3.138,00	2.854,64	9,93%
14-may-15	3.399,00	3.046,28	11,58%
13 ene 16	4.130,00	3.159,35	30,72%

\* Corrección del precio inicial por variación mensual del IPC Fin de mes.

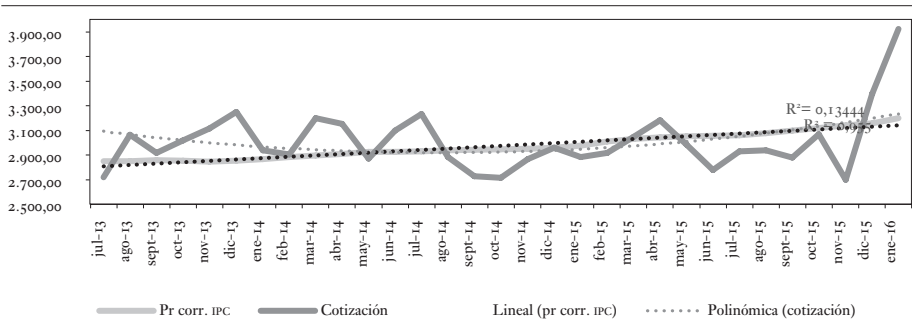
Fuente: Decretos y comunicados del Gobierno nacional e IPC DANE. Elaboración propia.

Es de anotar que inicialmente se había previsto que la adjudicación se debía realizar al precio fijado en el Decreto que autorizó la enajenación, corregido por el índice de precios al consumidor (IPC). De haberse atendido a dicha

premisa, el precio de colocación habría estado muy por debajo del establecido, como se ve en la tabla 3.

Del análisis comparativo de las series en la gráfica 4 se puede observar que, en un número equivalente de veces, el precio propuesto correspondiente a una base de \$2.850 a 30 de julio de 2013 corregida por inflación, estuvo por encima y por debajo de la cotización bursátil. Existen casos extremos, así: en diciembre de 2013, cuando el precio corregido por IPC estuvo 12,16%, por debajo de la cotización; en noviembre de 2015, cuando estuvo 16,29% por encima, y finalmente en enero de 2016, cuando el primero fue inferior en un 18,44% al precio en bolsa. No obstante, esto no se puede tomar como argumento ni en favor ni en contra de esta forma de valoración de la acción, puesto que, como se vio antes, la cotización en bolsa estuvo influenciada por situaciones ajenas al mercado, como fueron las demandas ante la jurisdicción y las respuestas de los tribunales en diferentes fechas.

GRÁFICA 4. PRECIOS ISAGÉN PROPUESTOS CORREGIDOS POR IPC VERSUS COTIZACIÓN BURSÁTIL - JULIO DE 2013 A ENERO DE 2016 (FIN DE MES)



Fuente: Cotizaciones fin de mes Bolsa de Valores de Colombia; IPC DANE. Elaboración propia.

Además, algunas críticas indican que hubiera sido más conveniente para la Nación haber definido el precio de venta de la generadora en dólares (a la tasa representativa del mercado TRM), el valor recibido por la Nación hubiera sido más favorable. Pero no era posible anticipar fehacientemente el valor de la TRM para la fecha de las colocaciones en primera y segunda fase, por cuanto esta se vio afectada por situaciones que no estaban bajo el control del Gobierno nacional, provenientes como se sabe de la economía internacional, y menos aún si se tiene en cuenta que el proceso tuvo demoras significativas.

TABLA 4. PRECIOS FIJADOS POR EL GOBIERNO VERSUS  
PRECIO HIPOTÉTICO CORREGIDO POR VARIACIÓN DE LA TRM -  
30 DE JULIO DE 2013 A 13 DE ENERO DE 2016

<i>Fecha</i>	<i>Precio fijado</i>	<i>Corrección var. TRM*</i>	<i>Diferencia porcentual</i>
30-jul-13	2.850,00		
22-oct-13	3.178,00	2.844,82	11,71%
20-ene-14	3.138,00	2.953,97	6,23%
14-may-15	3.399,00	3.587,67	-5,26%
13-ene-16	4.130,00	4.898,25	-15,68%

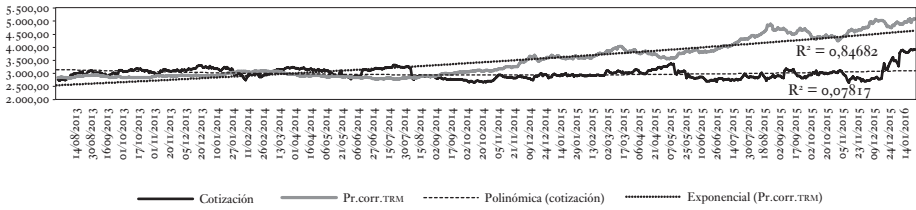
\* Corrección del precio inicialmente fijado por el Gobierno por variación diaria de la TRM.

Fuente: Decretos y comunicados del Gobierno nacional y TRM del Banco de la República. Elaboración propia.

Como se ve en la tabla 4, el precio inicial para la segunda fase, el 13 de febrero de 2014, resultó mayor que el que se hubiera derivado de haber corregido el precio inicial por la variación de la TRM, pero lo anterior contrastó con lo sucedido al modificar dicho precio en mayo de 2015, ya que el mismo habría resultado inferior a si el precio inicialmente fijado se hubiera corregido por la variación de la TRM, que desde hacía algunos meses venía incrementándose en forma exponencial. Por último, de haberse determinado el precio de colocación final para la subasta del 13 de enero de 2016 según este indicador, el mismo habría sido muy superior al que se asignó, con los consiguientes efectos sobre el indicador que indicaba sobrevaloración de la acción<sup>20</sup>.

20 Consecuentemente, habría aumentado en gran forma el riesgo de no encontrar comprador, al hacer aumentar los múltiplos de la operación, los cuales de por sí ya fueron muy altos (la compañía fue vendida según una relación  $EV/Ebitda = 14,4$ ). En agosto de 2014, se prorrogó el plazo por un año a solicitud de los interesados que aducían incertidumbre ante la entrada en operación de Hidrosogamoso, además del cuantioso monto de la transacción. Durante el proceso hubo al menos seis compañías interesadas en comprar, que no obstante haber acreditado garantías en la BVC, se fueron retirando en algunos casos por el alto precio que alcanzó la operación. Los múltiplos de Isagén a diciembre de 2015 se ven en el anexo 2.

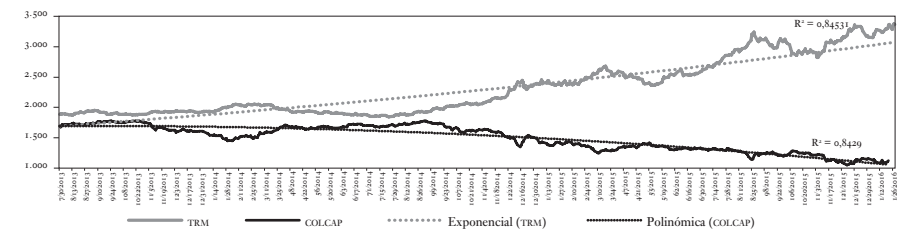
GRÁFICA 5. PRECIOS ISAGÉN HIPOTÉTICOS CORREGIDOS POR VARIACIÓN DE LA TRM VERSUS COTIZACIÓN BURSÁTIL – 30 DE JULIO DE 2013 A 28 DE ENERO DE 2016



Fuente: Cotizaciones: Bolsa de Valores de Colombia; TRM: Banco de la República. Elaboración propia.

Como se observa en la gráfica 5, en la primera parte del período, más o menos hasta la tercera semana de agosto de 2014, la cotización bursátil de Isagén estuvo por encima del precio hipotético corregido por la variación de la TRM la mayor parte del tiempo, al paso que desde finales de dicho mes, el precio corregido por TRM fue superior al precio en bolsa de las acciones de la generadora, en algunos períodos con diferencias significativas. No es factible suponer que la evolución del tipo de cambio hubiera significado un efecto directo sobre la cotización de la acción de Isagén, pero sí que la determinación del precio de enajenación según la variación de la TRM hubiera resultado a todas luces opuesta a la valoración de la compañía por el mercado. No obstante, sí se puede generalizar un comportamiento inverso entre la devaluación del peso con respecto al dólar y las cotizaciones de las acciones en bolsa según el índice COLCAP.

GRÁFICA 6. EVOLUCIÓN TRM VERSUS COLCAP – 30 DE JULIO DE 2013 A 28 DE ENERO DE 2016



Fuente: TRM Banco de la República. COLCAP: Bolsa de Valores de Colombia. Elaboración propia. Isagén hace parte del COLCAP<sup>21</sup>.

21 De hecho, a raíz de la colocación el 13 de enero de 2016, de las acciones de Isagén al ope-

En la gráfica 6, se observa que la tendencia de la tasa de cambio entre julio de 2013 y enero de 2016 es completamente contraria a la del índice de las cotizaciones de acciones COLCAP de la BVC en el mismo período. La razón de lo anterior es que, al subir la cotización del dólar, los inversionistas prefieren deshacerse de portafolios de acciones en pesos para demandar dólares y realizar colocaciones en activos representativos de divisas.

Por último, otra forma de valoración es establecer el valor intrínseco de la acción. Respecto de este, se observa que tanto el precio asignado por el Gobierno para la privatización, como la cotización en bolsa, son superiores al valor intrínseco de la acción a fines de 2013, 2014 y 2015, según la información proporcionada por la misma compañía en su informe de gestión para 2015. De hecho, la información a cierre del último año indica una sobrevaloración de la acción, puesto que el múltiplo precio a valor en libros (P/BP) fue de 2,68 (Isagén, 2015).

TABLA 5. VALOR INTRÍNSECO DE LA ACCIÓN DE ISAGÉN 2013-2015

	2013	2014	2015
Valor intrínseco de la acción	1.285,67	1.337,28	1.269,34

Fuente: Informe de Asamblea Isagén a 31 de diciembre de 2015.

Los resultados finales del proceso de Isagén antes de la tercera fase fueron los siguientes: teniendo en cuenta que se colocó a los miembros de la economía solidaria el 0,090% de las acciones a un precio de \$2.850, y el resto del bloque de control fue puesto en cabeza del operador estratégico Brookfield a un precio de \$4.130, el resultado final fue un recaudo fiscal por valor de aproximadamente 6,4 billones de pesos<sup>22</sup>. Dicho monto sería destinado a la financiación de la infraestructura en el plan denominado 4G, como quedó dicho.

La tercera fase del proceso correspondió a la oferta pública de adquisición OPA a los minoritarios de la firma. Para algunos, la condición impuesta al eventual adjudicatario del control en la segunda fase del proceso de ofrecer

---

rador estratégico, este emisor pasó del quinceavo al décimo lugar en la canasta del COLCAP (Ver en noticias de la BVC del 25 de enero de 2016 en: <http://www.bvc.com.co/Noticias>).

22 Esto significa un valor de aproximadamente 2.236 millones de dólares al cambio a 12/09/16.

compra a los minoritarios, habría correspondido a lo que internacionalmente se conoce como *Tag Along*<sup>23</sup>, que tiene por objeto evitar que estos inversionistas se vieran expuestos a la baja liquidez de la acción derivada precisamente de la enajenación del control, dado que el paso lógico es la salida de la acción de cotización en bolsa. Al efecto, el plazo establecido para recibir ofertas de compra fue entre el 28 de marzo y el 6 de mayo de 2016, a un precio de \$4.130, igual al de la adjudicación de la segunda etapa. Se indicó así mismo la gran oportunidad para 25.000 accionistas de obtener un muy buen precio en la operación, sin que fuera requisito tener menos del 3% de las acciones en circulación, como había sido la condición inicial establecida en el acuerdo de accionistas de 2006. Esto habría correspondido al 42,4% de las acciones de la compañía, diferente al porcentaje de control enajenado por la Nación, es decir, a 11.381 acciones<sup>24</sup>.

En este contexto, la Empresa de Energía de Bogotá hizo una oferta pública de venta de 68,7 millones de acciones de Isagén (2,52%), en primera instancia a los destinatarios de condiciones especiales definidos según el artículo 60 de la Constitución, entre el 12 de abril y el 20 de junio de 2016, al mismo precio de adjudicación de la segunda fase, \$4.130, corregido por el IPC indexado semestralmente. Esta adjudicación fue declarada desierta. La segunda fase del proceso fue convocada el 21 de julio de 2016 para igual número de acciones al mismo precio indicado, en esta ocasión en una oferta pública de venta en el mercado secundario, y se dejó la posibilidad de convocar a una tercera etapa. No obstante, el aviso de oferta pública indica que si una vez agotado el plazo de la segunda etapa sin que se hubiera logrado la colocación de las acciones, el comisionista designado podría aceptar cualquier OPA que se lanzara o se encontrara abierta en el mercado hasta por el

---

23 Esto según noticia publicada por la BVC el 15 de abril de 2016.

24 La información más reciente disponible, que es la de Dataifx, indica que a 25 de abril de 2016 las aceptaciones a la OPA iban por el 19,18% de la oferta. Hoy en día sigue abierta en la página de Isagén la posibilidad de realizar posturas de compra para los minoritarios, en lo que podría corresponder a una segunda OPA para el público en general, que en este caso sería de deslistamiento. Por lo pronto, la acción sigue vigente en el RNVE y su última cotización, a 16 de septiembre de 2016, fue de \$3.713,97, habiendo alcanzado un máximo de \$4.269,44 el 25 de julio de 2016 (SFC).



número restante de acciones que no hubieran sido adquiridas en la segunda fase de este proceso.

### 2.3. LO JURÍDICO: LAS DEMANDAS CONTRA EL PROCESO DE ENAJENACIÓN

En el subsistema jurídico, la categoría para analizar son las normas jurídicas y el criterio escogido fue el de justicia, entendiendo que el Derecho se ocupa de lo que es justo y correcto, con miras a preservar el orden social. En el sistema social luhmanniano, de la dicotomía norma justa/injusta se prefiere la primera opción.

Un importante grupo de obstáculos al proceso de enajenación de Isagén de 2013 lo constituyó la serie de demandas que buscaron frenar la venta de la compañía. El 26 de marzo de 2014, el Consejo de Estado (CE) determinó la suspensión provisional del Decreto 1609 de 2013 con una medida de urgencia antes de admitir la demanda que buscaba la anulación del decreto que dio vía libre a la enajenación. Las razones aducidas por los demandantes fueron: la no inclusión del proyecto de venta en el plan de desarrollo y en el plan anual operativo de mediano plazo, y la no aprobación por el Congreso, lo que debía suponer la inconstitucionalidad de la operación<sup>25</sup>. Esta suspensión fue levantada el 21 de mayo de 2014, al considerar el CE que el Gobierno había cumplido con los lineamientos establecidos para la colocación de las acciones, y que había aportado las pruebas necesarias respecto de la valoración de la compañía. En esa sentencia, el CE determinó al mismo tiempo la obligación que tenía la Administración de democratizar las acciones (incluyendo la privatización de los bienes de la Nación)<sup>26</sup>.

Posteriormente, en agosto de 2014, se activó de nuevo la controversia jurídica, dado que se interpuso una tutela que pretendía revivir la suspensión del Decreto 1609 de 2013. No obstante, el 21 de agosto de 2014, el CE determinó que el mecanismo de tutela no era el idóneo para estudiar la demanda por perjuicio al patrimonio de la Nación que se configuraría con la venta de la generadora, y que sí lo era una acción civil para protección de derechos

---

25 Cfr. CE Secc. Primera, Auto de 26 de marzo de 2014, C. P.: María Claudia Rojas.

26 Cfr. CE Secc. Cuarta, Auto de 21 de mayo 21 de 2014, C. P.: Carmen Teresa Ortiz.

colectivos, según lo determinado por la Ley 472 de 1998. En efecto, según sentencia de esta Corte, cursaban en ese momento tres acciones populares que querían evitar la enajenación, e igualmente se negó una medida cautelar solicitada sobre el Decreto mencionado<sup>27</sup>. Otro escollo a la enajenación salvado ese mismo año, fue la declaratoria del CE en el mes de septiembre de 2014, que negó la suspensión del acto que puso en marcha dicho proceso de venta, atendiendo al examen de los procedimientos propuestos para la realización de la subasta.

Al siguiente año, en el mes de mayo, el CE se volvió a pronunciar, esta vez para indicar que a pesar de no haberse encontrado irregularidades en los decretos que ordenaron la venta de Isagén, era necesario suspender de nuevo el proceso. Lo anterior, según lo establecido en el artículo 230 de la Ley 1437 de 2011 (Código de Procedimiento Administrativo), que le da la potestad de suspender procedimientos, en este caso mientras se realizaba el examen de legalidad del Decreto 1609 de 2013 modificado por el Decreto 2316 de 2013<sup>[28]</sup>. En igual forma se pronunció esta Corte para negar el recurso de súplica interpuesto por el MHCP, indicando que solo mediante la sentencia que fuera expedida podría determinarse si se había vulnerado el artículo 60 de la Constitución Política, que determina la democratización de la propiedad.

Continuando con los escollos jurídicos a la venta de la generadora, el 11 de agosto de 2015, el CE estableció que no podría entenderse que el plazo para la segunda fase finalizaría el 24 de septiembre de 2016, el cual había sido establecido mediante el Decreto 1512 de 2014. Esto por cuanto la suspensión del decreto que dio vía a la enajenación también suponía suspender el plazo, el cual debía considerarse indefinido<sup>29</sup>.

Las demandas a la suspensión del proceso continuaron por parte de quienes consideraban que cuando se decretó la enajenación de Isagén no se tuvo en cuenta la incorporación del principio de sostenibilidad fiscal contenido en el artículo 334 de la Constitución Política y en la Ley 1473 de 2011, dando lugar a la consideración de incompetencia del MHCP para diseñar procesos de

---

27 Cfr. CE Secc. Quinta, Auto de 21 de agosto de 2014, C. P.: Alberto Yepes.

28 Cfr. CE Secc. Cuarta, Auto de 14 de mayo de 2015, C. P.: Hugo Bastidas.

29 Cfr. CE, Autos (3) de 11 de agosto de 2015, C. P.: Hugo Bastidas.

enajenación<sup>30</sup>. El 10 de septiembre de 2015, el CE negó la nulidad parcial de los decretos 1609 y 2316 de 2013, aclarando que no ejercería control de los posibles efectos negativos de la venta por referirse a hechos futuros e inciertos, e igualmente negó el perjuicio al patrimonio público por no tratarse de una situación estructural, y por haberse realizado los estudios de conveniencia sin que pudieran achacarse irregularidades en los mismos<sup>31</sup>. Igualmente, el 12 de diciembre del mismo año, se negó la suspensión provisional de los decretos con base en la sentencia previa sobre el tema.

Por último, el CE negó una medida cautelar interpuesta por un grupo de senadores, quienes pretendían que se suspendiera la subasta programada para el 13 de enero de 2016. Esto, aduciendo que lo que pretendían era insistir en cuestionar la validez de los decretos de enajenación, y no los actos administrativos que reglamentaron los procedimientos de venta o la validez de la subasta. Para el CE, la nueva demanda debía solicitar la nulidad de tales procedimientos y del reglamento de enajenación, por lo que no se podría imponer una medida cautelar de suspensión del proceso.

De otra parte, aun cuando finalmente se realizó la colocación del paquete de acciones de la Nación a un operador estratégico, surgió la controversia respecto de si podía haberse resuelto el proceso con la presencia de un solo oferente en la subasta del 13 de enero de 2016. Al respecto, según De La Calle, en la última demanda reseñada se plantearon varios e importantes aspectos susceptibles de ser evaluados: la sustentación del proceso de enajenación en el Decreto 1082 de 2015 de contratación pública; la posibilidad en el reglamento de un oferente único; la suposición de que la ley de contratación permite un oferente único; y el hecho de que a lo largo del reglamento de enajenación se haga mención de proponentes en plural (De La Calle, 2016). Respecto del primer tema, este autor indica que la ley de contratación pública no es aplicable a los procesos de privatización regidos por la Ley 226 de 1995; en segundo lugar, la existencia de una sola oferta no permite inferir que se hubiera previsto que era viable un único proponente; en tercer lugar, la ley de privatizaciones no hace posible formular la hipótesis de subasta de oferente

---

30 Estas demandas están contenidas en varios expedientes en el CE, fechados el 19 de agosto de 2015.

31 Cfr. CE Secc. Cuarta, Sentencia 21025 de 10 de septiembre de 2015, C. P.: Hugo Bastidas.

único; y por último, la mención de varios proponentes en el reglamento haría suponer la concurrencia de varios participantes (*ídem*).

Ahora bien, De La Calle realiza un análisis del proceso desde el Derecho de la competencia, indicando, entre otros asuntos, que las licitaciones de un solo proponente han sido motivo de reparo, teniendo en cuenta que lo que se busca en las subastas es una amplia concurrencia que garantice que el precio va a ser el más alto posible (*ídem*). El autor se basa en diversos conceptos del CE, en particular los referentes a la adjudicación del tercer canal de televisión, según los cuales lo que se pretende en estos procedimientos es asegurar el mayor acceso a todos los posibles interesados, y en caso extremo hacer los mayores esfuerzos tendientes a aumentar el número de postulantes, como se estipula en las normas de subasta inversa (*ídem*)<sup>32</sup>. En tales casos, “las posibles restricciones a la competencia (deben estar) justificadas en razones de interés general y sujetas a criterios de razonabilidad y proporcionalidad” (*ídem*).

No obstante, para Arrieta, sí era posible vender la compañía en una subasta en la que se presentó un único oferente, ya que no hay previsiones en contrario en el régimen legal, más aun si la valoración fue correctamente realizada de manera que no se presentaría afectación negativa para el Estado (Arrieta, 2016). Dicho autor indica que cuando la jurisprudencia ha indicado que una subasta no puede tener un único proponente, ha estado equivocada, puesto que si bien puede considerarse como condición ideal, no puede catalogarse como condición indispensable (*ídem*)<sup>33</sup>.

---

32 Una subasta inversa es aquella en la que se cambian los papeles de comprador y vendedor, de modo que los vendedores compiten para obtener “negocios” del comprador y los precios tienden a disminuir a medida que los vendedores se van “sacando” entre ellos. Es un mecanismo actualmente utilizado en las compras públicas, en las que las entidades del Estado pujan por el precio de bienes y servicios solamente teniendo en cuenta el monto de la operación, mas no las características técnicas de los mismos, las cuales deben estar en fichas previamente conformadas y anunciadas (BOSSANO, 2011). La importancia de la subasta inversa para el tema es que se resalta la necesidad de conseguir la presencia del mayor número posible de postulantes.

33 Respecto de la adjudicación del tercer canal de televisión, en el mismo sentido se había manifestado Ariza, quien opinó que las subastas de uno sí son posibles en la legislación colombiana, lo mismo que en otros países, como España o Argentina. Tal cosa sería razonable en tanto permite culminar procesos de contratación pública, que no podrían declararse desiertos cuando se ha propiciado la concurrencia y ha habido al menos un oferente que atiende la invitación (ARIZA, 2010).

Al respecto, la Ley de Privatizaciones, en su artículo 9°, estipula que cuando en el proceso de enajenación se utilicen mecanismos de martillo, estos se harán de conformidad con los reglamentos que al efecto establezcan la Bolsa de Valores y la normativa de la Superintendencia. A ese respecto, la regulación de operaciones de martillo está estipulada en la regulación del mercado de valores, que en resumidas cuentas establece: inscripción en el RNVE, no afectaciones a la propiedad, condiciones específicas del martillo, elaboración de un cuadernillo de ventas, publicación de avisos, acreditación de garantías, y procedimiento concreto de la subasta y, por supuesto, de la adjudicación, entre otras<sup>34</sup>.

### 3. EFECTOS DE LAS PRIVATIZACIONES SOBRE LA DEMOCRATIZACIÓN DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA

Una evaluación de los resultados de los procesos en términos de democratización de la propiedad muestra que mientras en las privatizaciones por Ley 226 se encuentra un bajo cumplimiento del objetivo de democratización, resultado contrario se encuentra en el caso de las OPD.

TABLA 6. RESPUESTA DEL SECTOR DE ECONOMÍA SOLIDARIA A LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN

<i>Proceso</i>	<i>% Participación</i>
Banco Popular	0,0040%
Chivor	0,0060%
Betania	0,0125%
Termocartagena	87,200%
Termotasajero	56,700%
Empresa de Energía del Pacífico – EPSA	0,3300%
Promigás	1,5000%
Gas Natural	10,300%
Invercolsa	20,770%
Cerromatoso	1,1000%

Fuente: Documento Conpes 2029 de 1997. Incluye los fondos de pensiones.

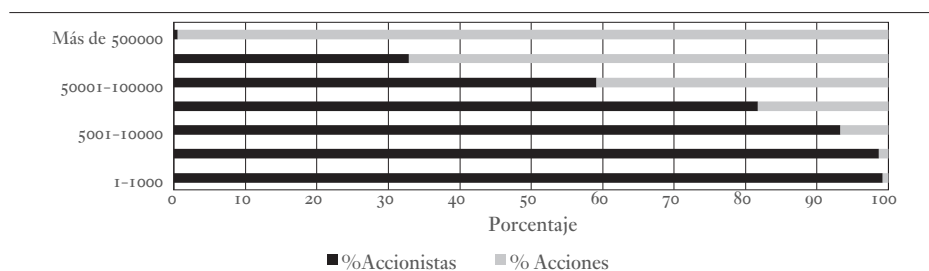
34 Cfr. Decreto 2555 de 2010 artículos 2.10.7.1.1 en adelante.

Las razones que se encontraron para la baja participación de los destinatarios de las “condiciones especiales”, esto es, trabajadores activos y pensionados de la entidad a privatizar, extrabajadores, asociaciones y fondos de empleados, sindicatos, fondos mutuos de inversión y cooperativas fueron: la ausencia de confianza en estos procesos nuevos; la alta aversión al riesgo en los participantes del sector solidario; la baja liquidez de las inversiones; el poco desarrollo del mercado de capitales local; la incipiente capacitación empresarial, y la escasa capacidad financiera de la mayor parte de los agentes de este tipo de Economía (DNP, 1997). Estas dificultades también afectaron a los fondos de pensiones y cesantías que se incluyen dentro del total de suscriptores en las primeras etapas de los procesos.

Lo anterior, sin contar con que los nuevos accionistas podrían desconocer la prohibición de disponibilidad de las acciones por dos años, no obstante las potenciales sanciones a las que se verían expuestos<sup>35</sup>. Igualmente, los fondos de pensiones tenían la posibilidad de revertir las ofertas realizadas en la primera fase.

Esta baja respuesta de la Economía solidaria y fondos de pensiones no cambió en la privatización de Isagén de 2013, en la cual dichos participantes demandaron el 0,090% de las acciones ofrecidas en la primera fase del proceso. Como resultado, antes de la segunda fase, se tenía una distribución de la propiedad accionaria bastante concentrada: el 0,5% de los accionistas tenía en su poder el 94,5% de las acciones, al paso que el 88,2% de los accionistas poseía el 1,1% de las acciones.

GRÁFICA 7. DISTRIBUCIÓN DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA DE ISAGÉN A 31 DE DICIEMBRE DE 2015

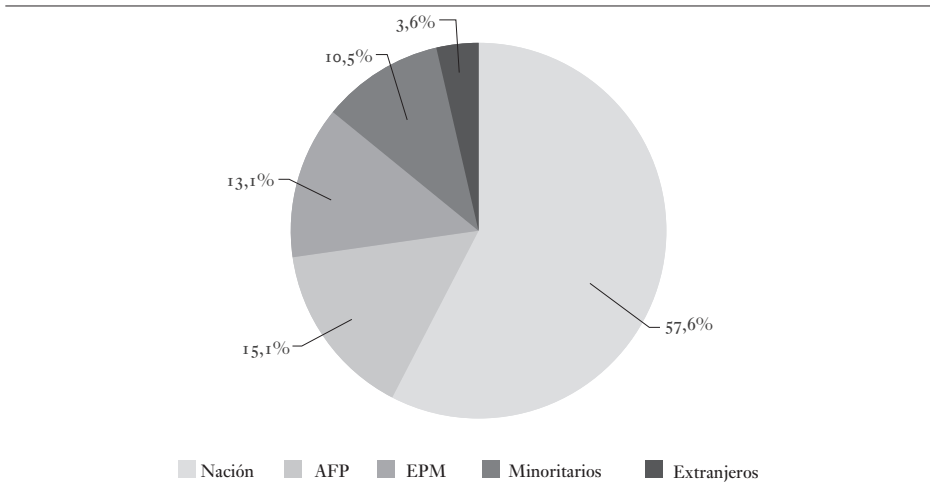


Fuente: RNVE-SFC. Elaboración propia.

35 Así lo especifica el artículo 14 de la Ley 226 de 1995.

En el informe de gestión de Isagén a diciembre de 2015 se indica que, sobre un total de 26.842 acciones, el 10,51% de los accionistas eran minoritarios, y el 15,13% correspondía a los fondos de pensiones, lo cual para la compañía equivalía a participación de los trabajadores colombianos. Igualmente, se resalta la baja participación de los inversionistas extranjeros, que fue de apenas el 3,6% (Isagén, 2015), como lo muestra la gráfica 8.

GRÁFICA 8. COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE ISAGÉN  
A DICIEMBRE DE 2015



Fuente: Informe anual de Isagén. Elaboración propia.

Resultado contrario se vio en las ofertas para democratización, que arrojaron un incremento notable en la participación de un número de nuevos accionistas de las compañías emisoras. Esto, para poner en primer término a los inversionistas minoritarios, en fases que antecedieron a ofertas a los inversionistas institucionales, de un lado, y eventualmente a los inversionistas en el exterior mediante ofertas públicas simultáneas, de otro.

En cumplimiento de esta regulación, se realizaron varias ofertas para democratización por parte de compañías en las que la Nación o entes territoriales tenían participación, como fueron: Interconexión Eléctrica SA (ISA) en 2000 y 2002, la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) en 2007, y la Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) en 2007 y 2011. No obstante, empresas privadas como Grupo Aval (matriz de un importante grupo

de bancos) en 2000 y 2007, así como el Banco Davivienda en 2011, también utilizaron esta herramienta.

TABLA 7. MONTOS COLOCADOS A PERSONAS NATURALES QUE ADQUIRIERON ACCIONES EN OFERTAS PÚBLICAS PARA DEMOCRATIZACIÓN 2000 A 2011

<i>Emisor</i>	<i>Fecha</i>	<i>Monto emitido</i>	<i>Monto colocado</i>	<i>Person. Natur.</i>	<i>% Coloc.</i>
Interconexión Eléctrica S.A. – ISA	21 nov. 2000	\$ 300.000	\$ 101.200	\$ 68.425	67,6
Interconexión Eléctrica S.A. – ISA	25 abr. 2002	\$ 132.646	\$ 85.216	\$ 49.691	58,3
Empresa de Telecom. Bogotá – ETB	12 may. 2003	\$ 387.800	\$ 245.958	\$ 126.270	51,3
Grupo Aval Acciones y Valores*	30 abr. 2007	\$2.099.160	\$ 371.828	\$ 237.668	63,9
Empresa Col. Petróleo – Ecopetrol 1ª fase	27 jul. 2007	\$5.722.813	\$5.722.813	\$3.520.761	61,5
Empresa Col. Petróleo – Ecopetrol 2ª fase	11 ago. 2011	\$2.500.000	\$2.383.487	\$2.078.155	87,2
Banco Davivienda*	18 oct. 2011	\$ 800.000	\$ 716.192	\$ 110.802	15,5

Fuente: RNVE – SIMEV SFC. No se tiene en cuenta OPD de Grupo Aval en 2000 que fue colocada enteramente a accionistas. Cálculos propios.

\* Grupo Aval y Banco Davivienda son empresas privadas.

Aun cuando no se puede sostener que las personas naturales que adquirieron acciones son en su totalidad accionistas minoritarias, sí puede ser un indicador de ampliación de la base de inversionistas con participación en el capital de las empresas. Como se ve en la tabla 7, de una muestra de OPD realizadas entre 2000 y 2011, el 64,3% de los montos colocados por valor de 11,9 billones de pesos, fue adquirido por personas naturales. La oferta más significativa fue la de Ecopetrol en 2007, en la que se logró la vinculación de más de 482.000 nuevos accionistas a la compañía según cifras de la SFC, lo que convirtió a la petrolera en la compañía con el mayor número de accionistas en la historia del país. Igualmente, se obtuvo un resultado positivo en las dos OPD adelantadas por ISA en 2000 y 2002, en las que se consiguieron 62.016 y 47.746 nuevos accionistas, respectivamente (DNP, 2006).



Es de resaltar que las anteriores cifras no incluyen la participación de los fondos de pensiones y cesantías, la cual, al sumarse, mejora sin lugar a dudas los resultados de democratización de la propiedad accionaria mediante OPD.

Por último, la colocación con menor participación de los minoritarios fue la del banco privado Davivienda en 2011 (15,5% de la colocación), en la que no se consideró el establecimiento de incentivos ni el pago por cuotas de las acciones adquiridas, tal como se observa en la tabla 8<sup>[36]</sup>.

TABLA 8. FORMA DE PAGO EN ALGUNAS OFERTAS PÚBLICAS PARA DEMOCRATIZACIÓN

<i>Emisor</i>	<i>Año</i>	<i>Forma de pago</i>
Grupo Aval	2007	De contado: cuota inicial por el 20% del monto a la aceptación de la oferta, y saldo dentro de los 20 días hábiles siguientes a la fecha de adjudicación; por cuotas: cuota inicial a la fecha de la aceptación, saldo en 8 cuotas mensuales iguales consecutivas pagaderas mes vencido.
Ecopetrol	2007	De contado: cuota inicial del 15% al momento de la aceptación, saldo dentro de los 15 días siguientes a la fecha de adjudicación; por cuotas: cuota inicial por el 15% al momento de la aceptación, saldo en 12 cuotas mensuales iguales y consecutivas pagaderas mes vencido. No se aceptará pago parcial de cuotas.
Ecopetrol	2011	De contado: cuota inicial del 20% al momento de la aceptación, saldo dentro de los 30 días siguientes a la fecha de adjudicación; por cuotas: cuota inicial por el 20% al momento de la aceptación, saldo en 6 cuotas iguales mensuales, la primera 30 días después de la aceptación, podían realizarse pagos anticipados de cuotas.
Davivienda	2011	De contado: mínimo el 50% del monto demandado al momento de la aceptación, saldo en la fecha fijada en el aviso de adjudicación.

Fuente: Avisos de oferta pública.

Otra razón por la cual no se puede concluir que las OPD sean la única vía para la democratización de la propiedad a pesar de su éxito, es que también se lograron interesantes resultados por el camino de la oferta pública ‘normal’<sup>37</sup>.

36 En esto hay que tener en cuenta la particular regulación del sistema financiero bancario relacionado, establecida en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

37 La alta concentración de la propiedad accionaria fue de tiempo atrás motivo de gran preocupación de las autoridades del mercado. Entre las medidas que se tomaron en su

Según información del RNVE, de una muestra de emisiones anteriores a 1999 (cuando fueron reguladas), con colocación a más de 500 personas naturales, se encuentran casos como el de Industrias de Grasas de la Costa, en 1992, en la cual el 57% del valor colocado fue adquirido por 1.437 personas naturales; Promotora de Inversiones San Fernando, en 1993, en la que 656 personas naturales adquirieron el 79% del monto colocado; la emisión de Corporación Financiera del Valle, en 1993, en cuyo caso el 90% de lo colocado fue adquirido por 511 personas naturales; el caso de Cementos Paz del Río, en 1994, cuando 518 personas naturales adquirieron el 100% del valor colocado; en el mismo año, Cementos Diamante realizó una emisión cuya colocación fue en un 100% a 643 personas naturales; y finalmente, en 2000, la Empresa de Energía de Bogotá hizo una emisión de acciones en cuyo monto colocado participaron con el 100% 2.441 personas naturales. Además, otros casos en los cuales el número de personas naturales que se vincularon a los procesos fue relativamente alto son los de: Industria de Grasas de la Costa, en 1991, con 507 personas naturales; Grasas del Interior, en 1995, con 1.784; Coomeva, en 1995, con 1.931; y Banco Sudameris, en 2000, con 19.177 personas naturales; y, finalmente, en 1996, está el caso de Distral, cuyo monto colocado fue adquirido en un 100% por personas naturales (sin especificarse número).

Ahora bien, después del año 2000, también se encuentran casos de ofertas públicas ‘normales’ en los que las personas naturales también tuvieron protagonismo, reiterando que las OPD no son el único camino de democratización en el mercado de valores. Aunque en la información del RNVI no se especifica el número de compradores, se encuentran casos como el de Central de Abastos de Bucaramanga, en 2005, con el 92% de lo colocado a personas naturales; Promotora de Café Colombia, también en 2005, con el 87%; de nuevo Empresa de Energía de Bogotá, en 2011, con el 73,7%, y Nutresa, ese mismo año, con el 58,5% de la colocación a personas naturales, entre otras<sup>38</sup>.

---

momento para combatir dicho fenómeno está la regulación de sociedad anónima abierta en los años 1980 y 1990, que incluso se estructuró con base en incentivos fiscales. Ver al respecto los informes anuales de labores de la CNV entre 1981 y 1990.

38 No se incluye en estos ejemplos el de Avianca Taca en 2011, en cuyo caso la oferta fue adquirida en un 100% por esta categoría de compradores, pero por información de otras fuentes se sabe que se trató del accionista controlador.

## CONCLUSIONES

En este artículo se hizo una evaluación de las privatizaciones en Colombia y en particular de la oferta de Isagén realizada en 2013, utilizando al efecto la conceptualización del problema dentro de un sistema social complejo de corte luhmanniano. Este permite realizar el análisis desde lo político, lo económico y lo jurídico, dadas las características de interdisciplinariedad y dinamismo derivadas del mismo.

Desde lo político, hay tres formas de análisis que se aplicaron en el caso de las privatizaciones en general y la de Isagén en particular: respecto de la *polity*, se percibió que no parecía resuelto el tema sobre el “tipo de Estado” que quiere la sociedad y su retracción para llegar a una menor intervención del Estado, sugiriendo que no se efectuó una amplia discusión de las privatizaciones como un “objetivo colectivo”. Esto a pesar de que el tema fue objeto de debate en las instituciones apropiadas, como fueron la Asamblea Nacional Constituyente, en 1991, y el Congreso de la República, en 1995. No obstante, con relación a la *policy*, el Conpes desarrolló ampliamente una Política pública de privatizaciones que tuvo por objeto, al menos teóricamente, la disminución del tamaño del Estado y la solución del déficit público; llevar la Economía a indicadores de productividad y eficiencia con miras a enfrentar la creciente competencia internacional y el desarrollar el mercado; el aumento de calidad de los servicios públicos mediante la cesión del control de las empresas públicas a operadores estratégicos, y la democratización de la altamente aglutinada propiedad accionaria. Y, finalmente, el contenido, tono y ámbito de la discusión sobre la privatización de Isagén conducen a pensar en una aplicación de la *politics*, entendida como discusión sobre el control del poder, o simplemente *hablar de política*.

Desde lo económico, bajo el entendido de que la política pretendía mejorar la eficiencia, con miras a lograr la acumulación, la controversia estuvo en la valoración de la empresa y el consecuente precio de enajenación, entre otros. Un análisis de la mejor forma de valoración, que es el mercado, enfrentado a las definiciones del gobierno, lleva a concluir que siempre el precio oficial estuvo por encima de la cotización en bolsa. No obstante, los recursos jurídicos interpuestos para bloquear la operación tuvieron efecto sobre el precio en bolsa y las expectativas sobre el resultado final del proceso. No se encontraron razonables la indexación del precio oficial de venta por el IPC, la

corrección del mismo por la tasa representativa del mercado del dólar TRM ni la base de valoración sobre el precio intrínseco de la acción. Por último, el alto precio final establecido para la fase 2, que correspondió a una relación EV/Ebitda de 14,4, pudo ocasionar la retirada de algunos compradores altamente interesados en el proceso. De hecho, hoy en día la cotización bursátil es menor un 10,1% con respecto al precio de enajenación de la segunda etapa.

Desde lo jurídico, dentro del criterio de justicia entendiendo que el Derecho se ocupa de lo que es justo y correcto para garantizar el orden de la sociedad, el análisis se hizo sobre las varias demandas interpuestas para tratar de frenar la privatización de Isagén, que buscaban que se declarara la invalidez de los decretos del Gobierno. De manera reiterada, el Consejo de Estado negó dichas pretensiones, e incluso la alta corporación concluyó sobre la pertinencia de demandas civiles sobre el procedimiento administrativo de la subasta, y no sobre la validez de las normas que le dieron curso a la privatización. Y respecto de la subasta con oferente único, se encontraron posiciones contrapuestas de quienes estuvieron en contra o a favor de la misma, en el primer caso desde el Derecho de la competencia, por no existir amplia concurrencia de postulantes, entre otros, y en el segundo, por no encontrarse prohibición expresa en las normas de contratación. Al final, la subasta está establecida como una opción para la enajenación, y en tal caso se debe cumplir con las normas del mercado, como efectivamente sucedió.

Por último, en relación con los resultados en cuanto a democratización de la propiedad, el análisis arrojó que no se cumplió con tal objetivo en las privatizaciones basadas en la Ley 226 de 1995, al contrario de lo sucedido con las ofertas públicas para democratización. En el primer caso, los agentes de condiciones especiales (economía solidaria y fondos de pensiones) tuvieron una prácticamente inexistente participación en la primera fase de los procesos establecidos por la Ley 226 de 1995, excepto en los más pequeños. En el segundo caso, en promedio más de las dos terceras partes de los compradores en OPD entre 2000 y 2011 fueron personas naturales, diferentes de los fondos de pensiones que tuvieron una participación adicional. No obstante, un resultado positivo en términos de colocación de acciones a estos inversionistas también se encontró en las ofertas públicas de acciones ‘normales’, sugiriendo como conclusión que para lograr la democratización es mejor alternativa la oferta por el mercado, como lo sugiere la teoría y la primera definición que se hizo de la política de privatizaciones en Colombia.

De cualquier forma, un elemento primordial en la toma de decisiones en el mercado es la información sobre el riesgo, y en este caso cuando se trata de accionistas minoritarios. Cuando la información es escasa, se podría dar al traste con el propósito de democratización, dado que inversionistas adversos al riesgo no se verían incentivados a comprometer su patrimonio. Este riesgo debería verse aminorado en cualquiera de las modalidades de oferta pública por las obligaciones de información relevante que tienen los emisores al hacer su inscripción en el RNVE, y que en el caso de los clientes inversionistas o no profesionales son de mayor información y asesoría por parte de los intermediarios del mercado y los asesores de inversión. Estos deberes se incrementan teóricamente en el asunto de las OPD, puesto que a lo anterior se suman obligaciones particulares de información, insertas en el folleto informativo, el cuadernillo de ventas y el aviso de oferta pública.

Desde luego, el riesgo de ‘deserción’ de accionistas minoritarios escasamente informados o mal asesorados que ‘huirían’ ante una baja de precios, es mayor en los procesos de privatización propiamente tal, con el agravante de que podrían no encontrar una barrera a la salida al no existir un mercado de cotización de las acciones. Esto porque la única obligación que contempla la regulación es lo referente a la valoración de la compañía en proceso de enajenación, y la publicación de una oferta en la que se debe advertir a los potenciales compradores sobre las características del proceso, pero no está establecido un deber equivalente de informar sobre el riesgo, e incluso acerca de la posibilidad de pérdida de la inversión, como sí sucede expresamente en el caso de las OPD. Esto incluso podría tener repercusiones sobre la responsabilidad del Estado en cuanto a malos resultados de empresas privatizadas que hayan quedado en manos de los minoritarios.

Pero, en últimas, lo que se encontró con el análisis efectuado en este artículo es que, aun cuando la política de privatizaciones no fuera “la estrategia *per se*” para buscar propósitos como el de democratización de la propiedad de las acciones, terminó siendo un objetivo en sí mismo justificado por la necesidad de conseguir recursos para solucionar el déficit de las finanzas públicas. Como en otros ámbitos de la vida nacional, los procedimientos resultaron siendo más importantes que los fines buscados, o en otras palabras, los medios se convirtieron en fines, suscitando la necesidad de una profunda reflexión sobre los objetivos de las privatizaciones en general, y de los procesos de democratización en particular.

## BIBLIOGRAFÍA

- BLANCO, C. (Junio de 2013). *Estado y racionalidad. Un ejercicio sobre la intervención del Estado en el sistema financiero amplio*. Tesis Doctoral. Bogotá, D.C.
- BLANCO, C. (2013). La planificación del desarrollo: ¿problema económico, político o jurídico? *Opinión Jurídica Universidad de Medellín* Vol. 12 n.º 24, 169-188.
- BOSSANO, L. M. (2011). La subasta inversa: un mecanismo de contratación pública eficiente y transparente. *Derecho PUCP*(66), 277-285. Recuperado el 29 de ago. de 2016, de <http://www.portafolio.co/opinion/weiner-ariza/hay-subasta-137530>.
- CNV (1988). *Concentración de la propiedad en Colombia*. Bogotá, D.C.: Comisión Nacional de Valores.
- CNV (1990). *Las acciones preferenciales y el desarrollo del mercado de capitales en Colombia*. Bogotá: Comisión Nacional de Valores.
- DNP (29 de nov. de 1991). *Documento Conpes 2565 “Un Programa de Privatización para Colombia”*. Recuperado el 12 de agosto de 2016, de Departamento Nacional de Planeación: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/2929.pdf>
- DNP (20 de nov. de 1996). *Documento Conpes 2885 “Mecanismos para la Promoción de las Privatizaciones”*. Recuperado el 12 de agosto de 2016, de Departamento Nacional de Planeación: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/2885.pdf>
- DNP (11 de jun. de 1997). *Documento Conpes 2920 Balance de los Procesos de Vinculación de Capital Privado - Las Privatizaciones*. Recuperado el 19 de agosto de 2016, de Departamento Nacional de Planeación: <https://biblioteca.minminas.gov.co/cgi-bin/koha/opac-detail.pl?biblionumber=3590>
- DNP (10 de nov. de 1999). *Documento Conpes 3055 Estrategias y Acciones para la Energización de las Zonas no Interconectadas del País*. Recuperado el 22 de agosto de 2016, de Departamento Nacional de Planeación: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3055.pdf>
- DNP (19 de abr. de 2004). *Documento Conpes 3281 Estrategias para adelantar un programa de aprovechamiento de activos y enajenación de participaciones de la Nación y sus entidades en empresas públicas y privadas*. Recuperado el 22 de agosto de 2016, de

Departamento Nacional de Planeación: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3281.pdf>

DNP (12 de jun. de 2006). *Documento Conpes 3425 Estrategia del Programa de Democratización Accionaria de Isagén*. Recuperado el 22 de agosto de 2016, de Departamento Nacional de Planeación: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3425.pdf>

DNP (23 de nov. de 2015). *Documento Conpes 3851 de 2015 “Política general de propiedad de empresas estatales de orden nacional”*. Recuperado el 13 de septiembre de 2016, de Departamento Nacional de Planeación: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Económicos/3851.pdf>

ECONOMETRÍA/SEI (1995). *Estudio sobre la Concentración Accionaria en Colombia*. Bogotá, D. C.: Superintendencia de Valores.

GARCÍA, J. (s.f.). *Sobre los modos de conocer el derecho o de cómo construir el objeto jurídico*. Recuperado el 19 de septiembre de 2016, de Cervantes Virtual: <http://www.cervantesvirtual.com/%2Fobra%2F sobre-los-modos-de-conocer-el-derecho-o-de-como-construir-el-objeto-juridico-0%2F005bofac-82b2>

GAVIRIA, E. (Feb. de 1984). Los Grupos de Sociedades: problemas y soluciones. *Boletín Mensual Comisión Nacional de Valores*, Año 2 Vol 2.

HERNÁNDEZ, I. (2005). *Teoría y Política Fiscal*. Bogotá, D.C.: Universidad Externado de Colombia.

HERNÁNDEZ, M. (23 de mar. de 2006). *Evaluación de las políticas de privatización de entidades financieras públicas*. Recuperado el 22 de agosto de 2016, de Contraloría Delegada para el Sector Gestión Pública e Instituciones Financieras - Dirección de Estudios Sectoriales: <http://www.contraloriagen.gov.co/documents/10136/16364888/Evaluaci%C3%B3n+de+la+pol%C3%ADtica+de+privatizaci%C3%B3n+de+entidades+financieras+p%C3%BAblicas.pdf/cdd3b70b-f356-4b7e-b8ef-c2ea14ec190b>

ISAGÉN (2015). *Informe de gestión*.

LUHMANN, N. (1997 [1972]). *Sociedad y Sistemas: la ambición de la teoría*. Buenos Aires: Paidós.

LUHMANN, N. (1998 [1977]). *Complejidad y Modernidad: de la unidad a la diferencia* (J. Berian, Trad.) Madrid: Editorial Trotta.

- LUHMANN, N. (2006 [1991]). *Sociología del riesgo* (En español, tercera ed.). (J. Torres, Trad.) México, D.F.: Universidad Iberoamericana.
- LUHMANN, N. (1972 [1997]). *Sociedad y sistemas, la ambición de la teoría*. Buenos Aires: Paidós.
- LUHMANN, N. (1998 [1977]). *Sistemas Sociales: Lineamientos para una teoría general*. (B. E. S. Pappé, Trad.) Barcelona: Anthropos, Universidad Iberoamericana, Pontificia Universidad Javeriana.
- LUHMANN, N. (2005 [1993]). *El Derecho de la Sociedad*. México, D.F.: Universidad Iberoamericana, Herder.
- MARTÍNEZ, N. H. (1986). *Intervención del Estado en el mercado público de valores. De la Comisión Nacional de Valores*. Bogotá, D.C.: Editorial Temis.
- MEGGINSON, W. E. (2000). *From State to Market. A Survey of Empirical Studies on Privatization*. Recuperado el 13 de septiembre de 2016, de OCDE: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/1929649.pdf>
- MELO, A. (2003). *Colombia: los problemas de competitividad de un país en conflicto*. Obtenido de Inter-American Development Bank, Departamento Regional de Operaciones 3 y Departamento de Investigación Serie de Estudios de Competitividad, Documento de Trabajo #C-.
- MESEGUER, C. (Abr. de 2004). *La difusión de las privatizaciones en la OCDE y en América Latina*. Recuperado el 19 de septiembre de 2016, de CIDOB - Universitat Pompeu Fabra: [http://www.cidob.org/es/publicaciones/series\\_pasadas/documentos/america\\_latina/la\\_difusion\\_de\\_las\\_privatizaciones\\_en\\_la\\_ocde\\_y\\_en\\_america\\_latina\\_un\\_proceso\\_de\\_aprendizaje](http://www.cidob.org/es/publicaciones/series_pasadas/documentos/america_latina/la_difusion_de_las_privatizaciones_en_la_ocde_y_en_america_latina_un_proceso_de_aprendizaje)
- MHCP, B. F. (1996). *Misión de estudios del mercado de capitales. Informe final*. Bogotá, D. C.: Fedesarrollo.
- MILLER, E. (2010). *Solidarity Economy, Key Concepts and Issues*. Recuperado el 11 de agosto de 2016, de Center for Popular Economy: [http://www.communityeconomies.org/site/assets/media/Ethan\\_Miller/Miller\\_Solidarity\\_Economy\\_Key\\_Issues\\_2010.pdf](http://www.communityeconomies.org/site/assets/media/Ethan_Miller/Miller_Solidarity_Economy_Key_Issues_2010.pdf)
- MUÑOZ, D. (2004). *Privatización en Colombia. Marco jurídico para la transferencia de la propiedad estatal*. Bogotá, D.C.: Departamento Nacional de Planeación.



NIETO, U. (Sep.-Dic. de 1980). El capitalismo popular como estabilizador social. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 609-608. Obtenido de Revista Española de Financiación y Contabilidad: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2481920.pdf>

OLIVEIRA, B. E. (Dec. de 2011). *A economia solidária: variantes e alguns suportes constitutivos*. Recuperado el 15 de agosto de 2016, de Gerais: Revista Interinstitucional de Psicologia: [http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1983-82202011000300007&lng=en&tlng=en#?](http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1983-82202011000300007&lng=en&tlng=en#?)

ROTH DEUBEL, A.-N. (2002). *Políticas Públicas. Formulación, implementación y evaluación*. Bogotá, D.C.: Ediciones Aurora.

RUBIO, M. (2007). *Economía jurídica: aproximación al análisis económico del derecho iberoamericano*. Bogotá, D.C.: Universidad Externado de Colombia.

SAURA, C. (2015). Análisis General de las técnicas de intervención del Estado en la Economía. *Revista Digital de Derecho Administrativo*(14), 27-43. Obtenido de <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/Deradm/article/view/4291/4875>

SCHMITT, C. (2014). The Diffusion of Privatization in Europe: Political Affinity or Economic Competition? *Public Administration*, 92(3), 615-635.

SOLANES, M. E. (2007). *Revisiting Privatization, Foreign Investment, International Arbitration and Water*. Recuperado el 16 de septiembre de 2016, de CEPAL: <http://www.cepal.org/en/publications/6328-revisiting-privatization-foreign-investment-international-arbitration-and-water>

Uribe, A. (1996). *Democratización de la Propiedad y Mercado de Capitales*. Bogotá: Superintendencia de Valores.

## REGULACIÓN

Colombia (1991). Constitución Política de Colombia.

Congreso de la República (1988). Ley 79 de 1988.

Congreso de la República (1995). Ley 226 de 1995.

Congreso de la República (2005). Ley 964 de 2005.

MHCP (2010). Decreto 2555 de 2010.

MHCP (2013). Decreto 1609 de 2013.

MHCP (2013). Decreto 2316 de 2013.

MHCP (2014). Decreto 1512 de 2014.

MHCP (2015). Decreto 1082 de 2015.

MHCP (2015). Decreto 2468 de 2015.

Sala General SV. (1995). Resolución 400 de 1995

#### JURISPRUDENCIA

Corte Constitucional (1994). Sentencia C-037 de 1994. M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

Corte Constitucional (2000). Sentencia SU- 1193. M. P.: Alfredo Beltrán Sierra.

Corte Constitucional (2012). Sentencia C-393 de 2012. M. P.: Nilson Pinilla Pinilla

Consejo de Estado Secc. Cuarta Auto de 21 de mayo 21 de 2014. C. P.: Carmen Teresa Ortiz.

Consejo de Estado Secc. Quinta Auto de 21 de agosto de 2014. C. P.: Alberto Yepes.

Consejo de Estado Secc. Cuarta Auto de 14 de mayo de 2015. C. P.: Hugo Bastidas.

Consejo de Estado Autos (3) de 11 de agosto de 2015. C. P.: Hugo Bastidas.

Consejo de Estado Secc. Cuarta sentencia 21025 de 10 de septiembre de 2015. C. P.: Hugo Bastidas.

#### DICCIONARIOS

Cambridge (s.f.). *Dictionary*. Obtenido de <http://dictionary.cambridge.org/es/diccionario/ingles/popular-capitalism>

FT. (s.f.). Obtenido de Financial Times: <http://lexicon.ft.com/Term?term=popular-capitalism>

Oxford (s.f.). *Oxford Dictionaries*. Obtenido de <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/popular-capitalism>

## ARTÍCULOS DE PERIÓDICO

AMAT, Y. (28 de feb. de 2016). “Suspender Reficar habría resultado más costoso. *El Tiempo*, p. 8.

ARIZA, W. (29 de jun. de 2010). Sí hay subastas de uno. *Portafolio (digital)*. Recuperado el 29 de agosto de 2016, de <http://www.portafolio.co/opinion/weiner-ariza/hay-subasta-137530>

ARRIETA, C. G. (19 de ene. de 2016). Subastas y proponente único. *Portafolio*, p. 31.

BENAVIDES, J. (20 de ene. de 2016). Bien por la venta de Isagén. *Portafolio*, p. 31.

CABRERA, M. (5 de ene. de 2016). Isagén o la terquedad. *El Tiempo*, p. 22.

CASTRO, J. (16 de feb. de 2016 a). El problema no es privatizar. *El Tiempo*, p. 1 Economía y Negocios.

CASTRO, J. (24 de ene. de 2016 b). Privatizaciones en Contravía. *El Tiempo (digital)*. Recuperado el 29 de agosto de 2016, de <http://www.eltiempo.com/opinion/columnistas/privatizaciones-en-contravia-jaime-castro-columnista-el-tiempo/16490328>.

CLAVIJO, S. (13 de ene. de 2016). Venta de Isagén: ¿cuánta economía y cuánta política? *El Tiempo*, p. 10.

DE LA CALLE, JOSÉ M. ¿Son válidas las subastas de un solo oferente? *Ámbito Jurídico (digital)* 10 de febrero de 2016. Recuperado el 5 de septiembre de 2016, de: <https://www.ambitojuridico.com/BancoConocimiento/Educacion-y-Cultura/son-validas-las-subastas-de-un-solo-oferente>.

DE LA TORRE, C. (18 de ene. de 2016). El uribismo embrollado. *El Espectador (digital)*. Recuperado el 29 de agosto de 2016, de <http://www.elespectador.com/opinion/el-uribismo-embrollado>.

DUQUE, I. (2016). Isagén y la ilusión del buen gobierno. *Semana* n. 1757-58, 10 al 17 de enero de 2016, p. 48.

*EL ESPECTADOR* (11 de sep. de 2015). Uribismo dice que gobierno quiere convertir a Isagén en un cajero automático. *El Espectador (digital)*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/politica/uribismo-dice-gobierno-quiere-converter-isagen-un-cajer-articulo-585405>.

*EL TIEMPO* (16 de feb. de 2016 a). Quedan menos de 100 propiedades públicas. p. 1, Economía y Negocios.

LOZANO, J. (18 de feb. de 2016). Isagén: se les fueron las luces. *El Tiempo*.

*PORTAFOLIO* (18 de ene. de 2016 a). Pagarían unos \$22.700 millones de comisión por la venta de Isagén. *Portafolio*, p. 4.

*PORTAFOLIO* (13 de ene. de 2016 b). Le llegó la hora a Isagén. p. 9.

ROBLEDO, J. E. (6 de abr. de 2016). Probadas las razones por las que el ministro Cárdenas debe renunciar por Isagén. *Página web del senador Robledo*. Bogotá. Recuperado el 29 de agosto de 2016, de <http://jorgerobledo.com/probadas-las-razones-por-las-que-el-ministro-cardenas-debe-renunciar-por-isagen/>.

*THE GUARDIAN* (19 de jan. de 2012). David Cameron pledges era of ‘popular capitalism’. *The Guardian (digital)*. Recuperado el 29 de agosto de 2016, de <http://www.theguardian.com/politics/2012/jan/19/david-cameron-pledges-popular-capitalism>.

YANOVICH, D. (21 de Ene. de 2016). Isagén y los mamertos. *Revista Dinero (digital)*. Recuperado el 29 de agosto de 2016, de [http://www.dinero.com/edicion-impresa/opinion/articulo/articulo-de-david-yanovich-sobre-la-benta-de-isagen/218310#cxrecs\\_s](http://www.dinero.com/edicion-impresa/opinion/articulo/articulo-de-david-yanovich-sobre-la-benta-de-isagen/218310#cxrecs_s). (sic)

#### PÁGINAS WEB

Bolsa de Valores de Colombia: [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co).

Isagén: [www.Isagen.com.co](http://www.Isagen.com.co).

Superintendencia Financiera de Colombia: [www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co).

ANEXO I

COMPARATIVO LEY DE PRIVATIZACIONES  
Y REGULACIÓN OFERTAS PÚBLICAS PARA DEMOCRATIZACIÓN

<i>Procesos de privatización</i>	<i>Norma</i>	<i>Oferta pública para democratización</i>	<i>Norma</i>
<p><i>Democratización:</i> Todas las personas naturales y jurídicas tendrán libre acceso a la propiedad de las acciones. Al efecto se deben utilizar mecanismos que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia y procedimientos que promuevan la masiva participación en dicha propiedad accionaria. Se otorgarán condiciones especiales a: los trabajadores activos y pensionados de la entidad que se va a privatizar y de aquellas en donde tenga participación mayoritaria<sup>a/</sup>; extrabajadores de las mismas; asociaciones de empleados o exempleados; sindicatos de trabajadores; federaciones y confederaciones de sindicatos de trabajadores; fondos de empleados; fondos mutuos de inversión; fondos de pensiones y cesantías; y cooperativas así definidas por la legislación de cooperativas.</p>	<p>Ley 226 de 1995 Art.2</p> <p>Ley 226 de 1995 Art.3</p>	<p><i>Definición:</i> Son aquellas en las que el controlante ofrece, en condiciones que propendan por la masiva participación en la propiedad accionaria, una parte o la totalidad de las acciones que posee, utilizando procedimientos para la venta que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia, tales como: campañas publicitarias a través de medios masivos de comunicación que incorporen el concepto de democratización de la propiedad accionaria; y uso de redes de establecimientos de crédito.</p>	<p>Decreto 2555 de 2010 Artículo 6.15.3.1.2</p>
<p><i>Programa de enajenación:</i> La enajenación de las acciones se hará utilizando mecanismos que contemplen condiciones de amplia publicidad y libre concurrencia. Cuando se utilicen operaciones de martillo se harán según el reglamento de las bolsas de valores. En el programa se establecerán: etapas (teniendo en cuenta que en primer lugar deberán ir los destinatarios de condiciones especiales), forma y condiciones de pago, precio mínimo, entre otros.</p>	<p>Ley 226 de 1995 Art. 9.</p> <p>Ley 226 de 1995 Art. 10 y 11.</p>	<p><i>Mecanismos de negociación:</i> La Superintendencia Financiera de Colombia podrá autorizar la realización de ruedas especiales a través de la bolsa cuando las condiciones de adquisición sean fijas y uniformes o se prevea un mecanismo de prorrateo. El plazo de validez de la oferta no podrá exceder de tres meses. Se deberá hacer: carta de solicitud; folleto informativo, cuadernillo de oferta y aviso de oferta pública (publicación de tres con intervalos no menores a cinco días comunes); la operación solo se podrá realizar cumplidos ocho días comunes a partir de la publicación del último aviso de oferta. La adquisición de acciones en proceso de OPD se sujetará a lo dispuesto en el Título 2 del presente Libro<sup>b/</sup></p>	<p>Decreto 2555 de 2010 artículos: 6.15.3.1.3; 6.15.3.1.4; 6.15.3.1.5; 6.15.3.1.6; 6.15.3.1.7; 6.15.3.1.8; 6.15.3.1.9 Artículo 6.15.3.1.2 Parágrafo 2.</p>

<i>Procesos de privatización</i>	<i>Norma</i>	<i>Oferta pública para democratización</i>	<i>Norma</i>
<p><i>Valoración:</i> El programa de enajenación accionaria se realizará con base en estudios técnicos correspondientes, que incluirán la valoración de la entidad cuyas acciones se pretendan enajenar. En dicha valoración se deberán considerar las variables técnicas, tales como la rentabilidad de la institución, el valor comercial de los activos y pasivos, los apoyos de la Nación, entre otros.</p>	<p>Ley 226 de 1995 Art. 7 segundo inciso</p>	<p><i>Valor de la compañía:</i> El cuadernillo de ventas debe contener, entre otros: valor patrimonial de la acción en los últimos dos cortes de ejercicio y el último trimestre; cotización promedio y volumen negociado en los últimos doce meses; utilidades o pérdidas en los tres últimos años; nombre de la sociedad evaluadora; principales activos; capital y reservas; obligaciones financieras; estados financieros del emisor y de la matriz y subordinadas. Debe estar en idioma español.</p>	<p>Decreto 2555 de 2010 Art. 6.15.3.1.8 y 6.15.3.1.9.</p>
<p><i>Precio y forma de pago:</i> El precio de venta se establecerá con base en la valoración de la compañía. En caso de que esta sea interrumpida, o transcurrido el plazo de la oferta, el gobierno podrá ajustar el precio de venta siguiendo los parámetros de la valoración. Se deben otorgar condiciones especiales para el pago de los adquirentes mencionados arriba: deben ofrecerse líneas de crédito o financiación a plazos de mínimo cinco años, con tasas preferenciales y períodos de gracia.</p>	<p>Ley 226 de 1995 Art. 11 numeral 2.  Ley 226 de 1995 Art. 11 numeral 3.</p>	<p><i>Precio y forma de pago:</i> El folleto informativo y el aviso de oferta deben contener la explicación del procedimiento y condiciones para la adquisición y pago de las acciones, entre otros.  El cuadernillo de ventas debe contener el precio de venta y el modelo para calcularlo.</p>	<p>Decreto 2555 de 2010 Art. 6.15.3.1.8  Artículo 6.15.3.1.9</p>
		<p><i>Riesgo:</i> El folleto informativo debe contener una descripción clara y concisa en caracteres destacados, de los riesgos a que se exponen quienes invierten en acciones, con expresa mención de la posibilidad de pérdida del capital invertido. Además, los criterios que debe evaluar el inversionista para definir la composición de su portafolio y para determinar la proporción de títulos de renta variable que pueden hacer parte de su portafolio, de acuerdo con su capacidad económica y una asunción razonable del riesgo.</p>	<p>Decreto 2555 de 2010 Art. 6.15.3.1.8 numeral 3 y 4</p>

<i>Procesos de privatización</i>	<i>Norma</i>	<i>Oferta pública para democratización</i>	<i>Norma</i>
<p><i>Operaciones de remate y martillo:</i> Las bolsas de valores podrán participar en operaciones de venta de acciones inscritas en el RNVE que se realicen en los procesos de privatización y democratización, en desarrollo de la etapa orientada a los destinatarios de condiciones especiales. El remate público se hará a través de martillos en los que serán postores las sociedades comisionistas de bolsa. Cuando la bolsa lo considere, se otorgarán garantías a su favor según criterios claros y objetivos que permitan determinar su monto. Se deberán publicar por lo menos tres avisos con intervalos no inferiores a cinco días comunes, en los que se especifique: valores objeto del remate, si van a ser rematados por lotes, si algún lote va a ser “todo o nada”, la base del remate, entre otros. En caso de privatizaciones el remate no podrá realizarse antes de veinte días a partir de la publicación del último aviso de oferta. Se deberá realizar cuadernillo de ventas, que incluya: características generales de los títulos, información general del emisor, información financiera del emisor, constancia del vendedor que indique que empleó la debida diligencia en la verificación del contenido del cuadernillo y que no se presentaron omisiones de información que revistan materialidad y que puedan afectar las decisiones de los potenciales inversionistas. Se establece el procedimiento operativo de las operaciones de martillo.</p>	<p>Decreto 2555 de 2010 Art. 2.10.6.1.1 en adelante.</p> <p>Decreto 2555 de 2010 Art. 2.10.6.1.11</p>	<p><i>Operaciones de remate y martillo:</i> Aplican las mismas condiciones para las operaciones de martillo especificadas en la columna de privatizaciones, excepto que el remate no se podrá celebrar antes de diez días de la fecha de publicación del último aviso.</p> <p>Igualmente, aplica el mismo procedimiento operativo para las operaciones de martillo ya indicado.</p>	<p>Decreto 2555 de 2010 Art. 2.10.6.1.1 en adelante.</p> <p>Decreto 2555 de 2010 Art. 2.10.6.1.11</p>

a/ En el segundo caso se excluye a los trabajadores desvinculados por justa causa. Artículo 3 segundo inciso de la Ley 226 de 1995.

b/ Este Título regula lo concerniente a ofertas públicas de adquisición OPA, entre otros: obligatoriedad de adquisición de personas o grupos que conformen un mismo beneficiario real, eventos en los que se debe realizar, destinatarios de la OPA, autorización, precio, garantías.

Fuente: Ley 226 de 1995 de privatizaciones; Decreto 2555 de 2010 único financiero.

ANEXO 2  
INDICADORES Y MÚLTIPLOS DE ISAGÉN  
A DICIEMBRE DE 2013-2015

<i>Indicador/múltiplo</i>	2013	2014	2015
Capitalización bursátil en miles de millones de pesos	8.859,7	8.082,8	9.268,6
Volumen promedio transado en bolsa en millones de pesos	3.297,0	3661,0	4890,0
Utilidad por acción en pesos	135,87	131,48	108,62
Rendimiento por dividendos ( <i>yield</i> )	2.13%	2.69%	5.28%
Precio de cierre de la acción en bolsa	3.250,00	2.964,00	3.400,00
Valor intrínseco de la acción	1.285,67	1.337,28	1.269,34
Precio a valor en libros	2,53	2,22	2,68
Precio a utilidades	23,92	22,55	31,30
Precio a ingresos operacionales	4,42	3,47	3,28
EV sobre Ebitda	16,49	15,58	10,73
Flotante ( <i>Free Float</i> )	26,90%	29,40%	29,28%
ROE	10,57%	9,83%	8,56%
ROA	9,21%	8,75%	13,04%

Fuente: Informe de gestión Isagén 2015.