

Propuesta de enajenación de las acciones de la Nación en Ecopetrol

El presente documento tiene por objeto, presentar al Gobierno Nacional, una propuesta relacionada con la enajenación de la participación de la Nación en Ecopetrol S.A. Los argumentos expuestos a lo largo del documento giran en torno a la necesidad de garantizar la estabilidad macroeconómica y fiscal del país y al mismo tiempo contar con nuevos recursos que permitan a la Nación redireccionar recursos hacia usos mayor importancia estratégica para el crecimiento de largo plazo, como lo son las obras de infraestructura física.

El escrito está compuesto de cinco apartados. En el primero se abordan las implicaciones negativas que genera la dependencia macroeconómica y fiscal de una fuente tan volátil como lo es la renta petrolera. Así mismo se señala el ejemplo exitoso de la economía noruega que ha podido aprovechar sus recursos naturales y promover el desarrollo económico de largo plazo. En la segunda sección se hace un recuento de literatura sobre el uso de recursos públicos en la financiación de obras de infraestructura física y la rentabilidad asociada a este tipo de inversiones.

El tercer capítulo tiene que ver con los resultados de un ejercicio inicial de valoración de la empresa y otras consideraciones de carácter financiero de la compañía que son relevantes en la discusión. El apartado cuatro, desarrolla los aspectos institucionales y administrativos que deben considerarse para gestionar los recursos que se generen por la venta, así como otros de carácter fiscal relacionados con la necesidad de ajustar los ingresos de la venta a la regla fiscal y el Marco Fiscal de Mediano Plazo. La última sección detalla los aspectos legales que deben tenerse en cuenta para la venta, administración y uso de los recursos obtenidos.

1. ¿Cuál es el problema?

Colombia tiene una gran dependencia de las exportaciones de productos minero-energéticos y especialmente de los hidrocarburos; estos últimos alcanzaron a representar el 53% del total exportado en 2014.

Uno de los problemas de este tipo de productos es la alta volatilidad de los precios internacionales, lo que expone la economía a situaciones impredecibles, tanto de auge como de recesión. La experiencia colombiana reciente mostró cómo el auge de los precios internacionales de los productos básicos le generó a Colombia un problema de enfermedad holandesa, con los consabidos efectos negativos sobre los demás sectores de transables¹

Las finanzas públicas colombianas también generaron una fuerte dependencia de los hidrocarburos, lo que ha tenido consecuencias negativas. Los periodos de auge aumentan los ingresos de la renta

¹ Anif (2014). "Auge Minero-Energético en Colombia: ¿Hasta Cuándo?". Recuperado de: <http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-min-energe0814.pdf>

Villar, Leonardo y Fernández, Cristina (2014). "Bonanzas temporales de recursos: Una perspectiva global". Fedesarrollo, Working paper No. 60 2014-1. Recuperado de: http://www.repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/235/WP_2014_No_60.pdf?sequence=1&isAllowed=y

petrolera, que incluye los impuestos que pagan las empresas de ese sector y los dividendos que recibe el Gobierno por su participación accionaria en Ecopetrol.²

El problema es que esos ingresos extraordinarios no son ahorrados, sino que se destinan al gasto corriente, sin tener en cuenta la temporalidad y la volatilidad de los recursos. Así, cuando los precios se contraen, surge la presión de aumento del déficit fiscal y el Gobierno se ve en la necesidad de implementar programas de austeridad y tramitar reformas tributarias para aumentar los ingresos; el resultado tiende a ser la desaceleración del crecimiento económico, con los indeseados efectos en la situación social del país.

Aun cuando se aduce que los ingresos extraordinarios se utilizan en aumento del gasto social, lo cierto es que se crean gastos que tienden a ser permanentes, cuando los ingresos para financiarlos no lo son.

El Gobierno colombiano debería seguir las buenas prácticas internacionales, según las cuales se debe dejar al sector privado la realización de la producción de bienes y servicios, salvo en aquellas circunstancias en las que existan fallas de mercado. Además, existen buenas prácticas respecto al manejo de los recursos provenientes de fuentes volátiles como las de los precios de los productos básicos; el ejemplo más notable es el de Noruega.

En ese país, después de algunos años de haber iniciado la explotación de los yacimientos del Mar del Norte, percibieron los efectos negativos que podía tener la volatilidad de los ingresos petroleros en el crecimiento económico. Resolvieron entonces blindar a la economía frente a ese problema. En 1990 crearon el Petroleum Fund para manejar todos los recursos que se pudieran generar por la explotación del petróleo: dividendos obtenidos por el Gobierno de la participación accionaria en Statoil; los impuestos pagados por las demás empresas petroleras y los pagos recibidos por las licencias de explotación del petróleo. Posteriormente, en 2006, el Petroleum Fund se transformó en el Government Pension Fund Global.

El Government Pension Fund Global es hoy en día el fondo soberano más grande del mundo, con activos que superan el monto de un billón de dólares y cuenta con inversiones en 9.146 empresas en 72 países. Del valor del fondo, solo se permite el traslado del 4% anual al presupuesto del gobierno,

² Toro, Jorge; Garavito, Aarón; López, David y Montes, Enrique (2015). "El choque petrolero y sus implicaciones en la economía colombiana". Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 906. Recuperado de: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/be_906.pdf

Según estos autores, "durante los últimos años las rentas procedentes del sector petrolero incrementaron su participación en los ingresos totales del Gobierno Nacional, hasta alcanzar en 2013 un pico de 19,6%. En 2014 esa participación empezó a declinar ante el inicio de la caída de los precios del crudo" (página 42).

Cárdenas, Mauricio (2018). "Dinamismo del petróleo en la economía colombiana". Presentación en Foro de La República, abril. Recuperado de: http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeld=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-115254%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

En esta presentación, Ministro de Hacienda mostró que la renta petrolera, que apenas representó el 0.9% del PIB en 2010, llegó a 3.3% del PIB en 2013. Luego, con la caída de los precios en 2014, la renta cayó a escasos 0.1% del PIB en 2016, afectando negativamente las finanzas gubernamentales.

lo que ha permitido minimizar el impacto de los ciclos de precios del petróleo en la dinámica de la economía.

En estas circunstancias es recomendable que el gobierno colombiano adopte una estrategia que le permita blindar la economía de la dependencia de los hidrocarburos, para lo cual se hace una propuesta en este documento. Estos recursos provendrían de la enajenación de la participación de la Nación de Ecopetrol.

2. ¿Cuál sería el uso de los recursos?

Una de las formas de aislar el país de la volatilidad propias de los mercados minero-energéticos es eliminar la dependencia de los ingresos fiscales de las rentas provenientes de este negocio. En ese sentido, el presente documento promueve una discusión en torno a la conveniencia de realizar una enajenación parcial o total de las acciones que posee la Nación en Ecopetrol. Esta decisión, permitiría trasladar el riesgo de un negocio tan volátil a terceros y generar recursos adicionales de corto plazo para el Estado.

Los recursos producto de la venta serían utilizados para financiar la construcción de infraestructura física de carácter estratégico para el país. En el fondo se trata de una recomposición del activo público, desde una actividad industrial y comercial en el sector de hidrocarburos, que no es de carácter estratégico ni consulta las necesidades de largo plazo de la nación, hacía otra actividad que supone la ampliación de la capacidad productiva del país, en aras de potenciar el desarrollo y el crecimiento económico futuro.

Es claro que existe una relación estrecha entre infraestructura y desarrollo económico. La expansión de la infraestructura contribuye a la integración de los mercados domésticos y a la competitividad, que hace viable la vinculación al comercio mundial. Un estudio de Gilles Duranton³, de Wharton School, calcula que un aumento del 10% en el stock de carreteras ocasiona un incremento de entre el 3% y el 5% en el volumen y el valor de las exportaciones”.

El resultado esperado es un mayor fortalecimiento de la actividad económica, el desarrollo de actividades productivas nuevas en las regiones integradas y el incremento del bienestar de la población.

Es reconocido el atraso que tiene Colombia en el desarrollo de su infraestructura y el impacto negativo que ello ocasiona en materia de competitividad y de aprovechamiento de los TLC que tiene vigentes el país. De ahí la importancia de los proyectos de 4G y la necesidad de adelantar otros que cierren la brecha que tiene el país.

El proceso de implementación de los proyectos de las 4G ha puesto en evidencia las restricciones financieras que hay en Colombia. La magnitud de los capitales requeridos desborda el potencial del

³ Duranton, G. (2014) “Roads and Trade in Colombia”. University of Pennsylvania. Recuperado de: http://real.wharton.upenn.edu/~duranton/Duranton_Papers/Trade_Colombia.pdf

sector financiero y de los inversionistas institucionales, y los plazos de maduración de las inversiones superan los plazos máximos de financiación que se registran en el país.

También ha mostrado cómo la existencia de instituciones como la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) pueden apalancar la financiación mediante su fortalecimiento patrimonial; esto último ha implicado la orientación de recursos públicos hacia usos que tienen mayor impacto económico y social que el que tendrían bajo la forma de propiedad de empresas públicas.

Debido a los múltiples efectos que ocasiona la infraestructura, es compleja la medición de su rentabilidad. Un estudio del Banco Mundial, por ejemplo, revisó diversas mediciones y encontró una amplia dispersión, desde 5-7% en México, hasta 96% en Japón, con una media simple del 43%.⁴

Para el caso de Colombia, Pablo Roda, et al (2015)⁵, calcularon la relación beneficio–costo de los proyectos de 4G y encontraron que en promedio los beneficios esperados son 2.4 veces superiores a los costos. Aquí la medición la hicieron estrictamente sobre los efectos de ahorros y beneficios en el transporte de carga; es decir, no calcularon los efectos en desarrollo productivo, integración de mercados y exportaciones.

David Canning, de la Escuela de Salud Pública de Harvard, y Esra Bennathan, de la Universidad de Bristol⁶, estimaron econométricamente las tasas de retorno de las inversiones en infraestructura en un grupo de economías; los autores afirman: “para algunos países en desarrollo (especialmente en Corea del Sur, Colombia, Bolivia y Filipinas) encontramos tasas de retorno excepcionalmente altas en las carreteras pavimentadas”.

En ese contexto, los recursos provenientes de la enajenación de Ecopetrol tendrían otro impacto muy positivo para la economía; contribuirían al fortalecimiento patrimonial de la FDN y con ello a facilitar la financiación de las obras de infraestructura que necesita el país. Puesto en estos términos, lo que estaría haciendo el Gobierno es sustituir un activo por otro que en las condiciones actuales tiene mayores impactos económicos y sociales.

2.1. El caso Isagen

La venta de Isagen muestra que es razonable la sustitución de un activo de la Nación por otro que va a tener un impacto económico y social más grande. El Gobierno recibió \$6.5 billones, que en su totalidad se canalizaron a inversiones para el sector de infraestructura.

⁴ Banco Mundial (1994). *Informe sobre el desarrollo mundial 1994: Infraestructura y desarrollo*. Washington.

El indicador corresponde a la tasa de rentabilidad implícita de las inversiones en infraestructura, calculada como “la relación entre el valor actualizado del aumento en la variable dependiente y el valor actualizado de la inversión en infraestructura”. No obstante, el Banco Mundial señala que es una medición compleja, por lo cual hace referencia a otra medición del impacto, que es calcular el efecto de la infraestructura en los costos de producción; afirma que diversos estudios han concluido que “la infraestructura reduce en medida significativa los costos de producción en el sector manufacturero en Alemania, Estados Unidos, Japón, México, Reino Unido y Suecia” (página 14).

⁵ Roda, Pablo; Perdomo, Francisco y Sánchez, Jorge (2015). “Impacto de la infraestructura de transporte en el desempeño económico”. Recuperado de: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Estudios%20Economicos/424.pdf>

⁶ Canning, David y Bennathan, Esra (2004). “The Rate of Return to Transportation Infrastructure”. Recuperado de: https://econrsa.org/wkshops/papers/infrastructure_canning.pdf

La Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) recibió \$5.95 billones de pesos provenientes de la venta de las acciones de la Nación en Isagen⁷; según Clemente del Valle, esto le ha permitido a la FDN su fortalecimiento patrimonial; “esto eleva nuestra capacidad de apalancamiento, permitiendo ampliar la capacidad de financiación, tanto en número de proyectos a financiar, como en el monto individual que se puede comprometer por proyecto”.⁸

El Ministro de Hacienda, Mauricio Cárdenas, afirmó que los restantes \$650 mil millones se han orientado a la inversión en obras de infraestructura en los departamentos de Antioquia, Tolima, Caldas y Santander⁹.

Así, la privatización de Isagen brindó recursos para apoyar financieramente proyectos de infraestructura vitales para el país, convirtiéndose en un caso exitoso de enajenación de un activo de la Nación y su sustitución por otros que tienen una mayor contribución al desarrollo económico

3. ¿Cuánto podría valer la empresa?

Estimaciones preliminares realizadas por Fasecolda dan cuenta de que el valor actual de Ecopetrol puede estar entre los 130 y los 160 billones de COP corrientes, dependiendo entre otras cosas, de la evolución del precio del barril, el volumen de producción, el tipo de cambio, la acumulación o desacumulación de reservas, el gasto en inversión, la tasa de éxito en las labores de prospección y exploración y el costo del capital. Esta cifra representa entre un 13% y 16% del PIB y algo más que un 60% de los ahorros acumulados por los colombianos en el Régimen Privado de Pensiones en los últimos 25 años.

Los antecedentes de valoración de la empresa nos remontan a la Ley 1118 de 2006 que autorizó la emisión de acciones a través de un programa de emisión y colocación conformado por tres rondas. En el año 2007 se llevó a cabo la primera ronda y se colocaron 4,088 millones de acciones a un precio de \$1,400 por acción, lo que permitió recaudar nuevos recursos cercanos a los 5,7 billones de pesos¹⁰ y vincular a la empresa cerca de 483 mil nuevos accionistas.

Estos 5,7 billones de pesos representaban el 10,1% de las acciones de la compañía, lo que indica que para el 2007 Ecopetrol fue valorada por las bancas de inversión “Unión Temporal JPMorgan – Credit Suisse – Banca de Inversión Bancolombia” y “Unión Temporal Citi - Merrill Lynch” en una cifra cercana a los 55,0 billones de pesos.

En el año 2011 se realizó una nueva ronda. En esta ocasión se colocaron 644 mil acciones (una sexta parte de las acciones vendidas en 2007) por un valor unitario de 3,700. Esto permitió recaudar recursos por 2,4 billones de pesos. Estos 2,4 billones representaban un 1,6% de las acciones de Ecopetrol, lo que significa que para el año 2011 Ecopetrol se valoraba alrededor de los 152,1 billones de pesos.

⁷ Cárdenas, Mauricio (2018). “Isagén y la infraestructura”. El Universal, 24 de mayo. Recuperado de: <http://www.eluniversal.com.co/opinion/columna/isagen-y-la-infraestructura-14517>

⁸ El Colombiano (2017). “La FDN tendrá 90% de los recursos de la venta de Isagen”; 8 de agosto. Recuperado de: <http://www.elcolombiano.com/negocios/la-fdn-tendra-90-de-los-recursos-de-la-venta-de-isagen-AE7060637>

⁹ Cárdenas, Mauricio (2018). Op cit.

¹⁰ Unos 8.7 billones de pesos de 2018

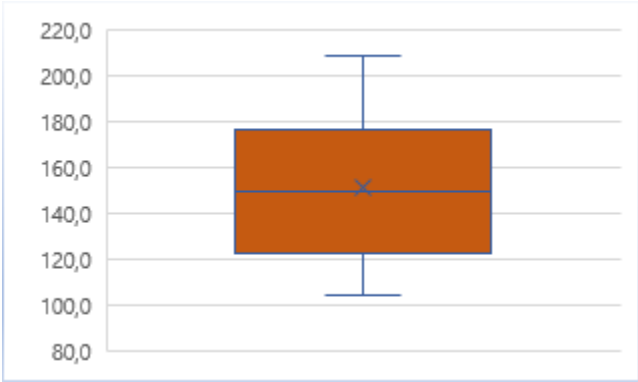
En síntesis, el valor de la compañía se había multiplicado por 2,7 veces en el periodo 2007-2011 como consecuencia del incremento en los precios del barril de 60 a 100 dólares. Para 2018 el valor de la firma, incluyendo la deuda, asciende a cerca de 47 mil millones de dólares (aproximadamente 138 billones de COP) según el portal de Damodaran (Universidad de Nueva York Stern).

Para realizar la valoración se utilizaron varias metodologías que pueden ser consultadas en anexos técnicos que se entregan con este documento. Entre ellas la metodología de flujo de caja descontado, la valoración por múltiplos, capitalización bursátil y valoración por expertos (Damodaran).

Escenarios de Valoración:

	WACC	Valor Empresa (billones)
60 USD Barril (negativo)	15%	\$ 104,4
	13,50%	\$ 115,2
	12%	\$ 129,6
70 USD Barril (normal)	15%	\$ 135,3
	13,50%	\$ 149,9
	12%	\$ 169,2
80 USD Barril (positivo)	15%	\$ 166,2
	13,50%	\$ 184,6
	12%	\$ 208,9

El valor medio de las estimaciones por el método de flujo de caja descontado es de **151.5 billones**.¹¹ La elasticidad del valor estimado de la empresa ante cambios en el precio es cercana **1.6**, lo que supone una alta sensibilidad del valor de la empresa ante cambios en el precio del petróleo. La siguiente gráfica recoge la valoración de la empresa en billones de pesos.



¹¹ La participación de la Nación en la compañía es del 88.5%, por tanto, habría que corregir el ingreso potencial de una venta por este porcentaje. Igual aplicaría para enajenaciones parciales como las que se han hecho en el pasado de hasta un 20% de las acciones de la compañía.

Los datos más significativos de tipo financiero y operativo de la compañía utilizados en la valoración se recogen a continuación:

	2013	2014	2015	2016	2017
Producción y reservas					
Producción de crudo y gas (miles de barriles por día o equivalente)	788	755	761	718	715
Reservas de crudo y gas (millones de barriles equivalentes)	1.972	2.084	1.849	1.598	1.659
Años de reservas remanentes	6,9	7,6	6,7	6,1	6,4
Pozos A-3 (exploratorios)	23	26	4	6	19
Financieras					
Precio barril (brent)	108,6	99,0	52,4	43,6	54,3
Ingresos Operacionales (billones de COP)	62,5	58,1	52,1	47,7	55,2
Utilidad Operacional (billones de COP)	19,6	13,6	1,5	8,3	15,5
EBITDA (billones de COP)	28,5	22,4	18,1	18,0	23,1
Utilidad Neta (billones de COP)	13,4	7,8	-4,0	1,6	6,6

Rendimiento Histórico del Patrimonio (ROE). La rentabilidad del capital obtenido por cada peso invertido en Ecopetrol ha sido en promedio del 8.5% anual para el periodo 2013-2017 y se ha caracterizado por una alta volatilidad. Este indicador financiero es relevante, en la medida en que los recursos que se obtengan producto de la venta de la compañía deberían encontrar usos que se acerquen a esta rentabilidad con niveles de riesgo aceptables para la Nación.

En este sentido, el aparte 2 del presente documento, hace una revisión de literatura especializada, que parece evidenciar el hecho de que la rentabilidad asociada a inversiones en infraestructura física puede superar varias veces el rendimiento histórico obtenido por la Nación como accionista de la empresa.

	2013	2014	2015	2016	2017
Utilidad Neta (billones de COP)	13,4	7,8	-4,0	1,6	6,6
Patrimonio	71,8	49,5	45,2	45,3	49,8
ROE	18,7%	15,8%	-8,8%	3,4%	13,3%

4. ¿Cómo se administrarían los recursos?

Siguiendo el ejemplo de Noruega, se plantea la opción para manejar los recursos de la venta de Ecopetrol mediante la constitución de un Fondo que administre los recursos obtenidos. Se abren dos posibilidades: una de mantener la totalidad de los recursos en el Fondo y girar anualmente al Gobierno una porción de los rendimientos; y otra, de ir ingresando al país partes del capital y de los

rendimientos del Fondo, con el objetivo de financiar proyectos de inversión que el país necesita en infraestructura.

El objetivo del Fondo es el manejo profesional de los recursos obtenidos por la venta de Ecopetrol, con transparencia y minimizando los efectos macroeconómicos adversos, en especial los relativos al comportamiento del tipo de cambio y el nivel general de precios. Además, los criterios de uso de los recursos en el país deben ser técnicos, es decir, basados en criterios de costo-beneficio y debidamente priorizados en los planes de inversión pública.

La propuesta de organización del Fondo sigue el modelo aplicado en Noruega. Los principales agentes que intervienen en el proceso de creación y manejo son el Congreso de la República, el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República.

El Congreso tendrá como función el trámite de las normas de ley que sean necesarias para dar vida jurídica al Fondo y para realizar el control político de su gestión.

El Ministerio de Hacienda tendrá a su cargo la definición de la regulación y las estrategias generales para el funcionamiento del Fondo. Suscribirá un contrato de administración con el Banco de la República y depositará en el Fondo los recursos de la enajenación, total o parcial, de Ecopetrol.

El Banco de la República será el administrador del Fondo y tendrá a su cargo la conformación del portafolio, siguiendo las estrategias generales definidas por el Ministerio de Hacienda. Las inversiones que hará el Banco de la República se realizarán en renta fija y renta variable en los principales mercados del mundo, excluyendo del portafolio los títulos de empresas colombianas públicas o privadas.

La transparencia del Fondo estará garantizada por la revelación permanente de su valor y de la composición del portafolio, así como por la presentación de informes trimestrales que hará el Ministro de Hacienda al Congreso de la República.

Dependiendo de la naturaleza y de los objetivos del Fondo, se deben establecer los mecanismos de desembolso de los recursos. Por ejemplo, si se trata de mantener el capital y transferir una porción de los rendimientos, las estrategias definidas por el Ministerio de Hacienda deben indicar el porcentaje anual de ellos que deben ingresar al Gobierno. Además, como se desarrolla más adelante, es menester que los esquemas para el manejo de los recursos de inversión garanticen una amplia participación de sectores distintos al gobierno en la definición de los proyectos financiables y una adecuada distribución de los recursos en beneficio de las diferentes regiones.

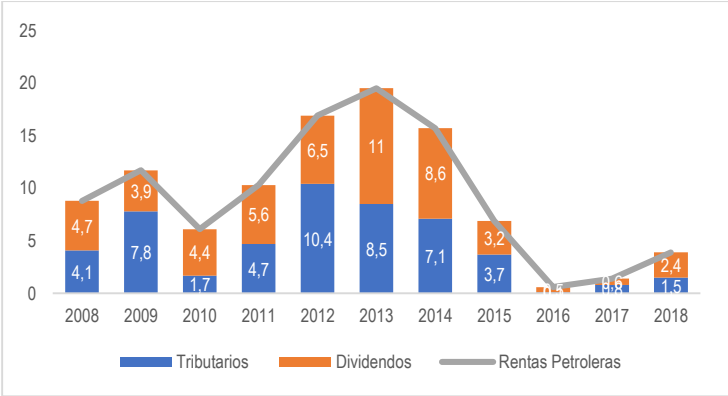
Pero, si se trata de ir transfiriendo el capital para inversiones aprobadas, lo adecuado es que ingresen como un incremento patrimonial de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), siguiendo el modelo de uso de los recursos de la privatización de Isagen.

4.1. Desacumulación del Fondo, Marco Fiscal y Regla Fiscal

Los recursos que se originen producto de la venta deben cumplir con lo definido en la regla fiscal estipulada en la ley 1473 de 2011. En este sentido, una vez se realice la enajenación, la Nación

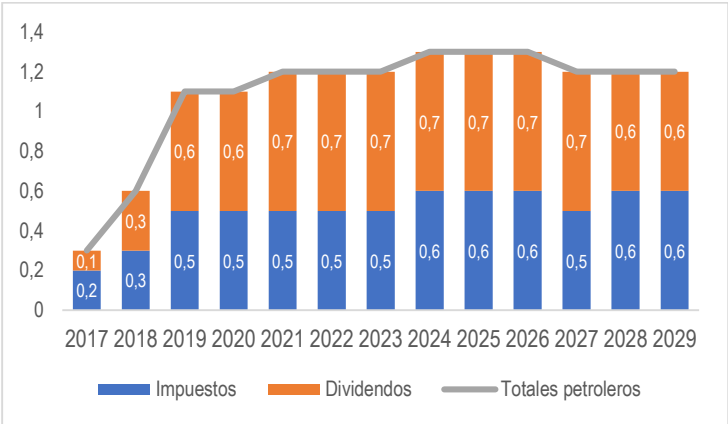
perderá de manera definitiva los recursos provenientes de los dividendos de la empresa; no así aquellos provenientes de impuestos y regalías.

Esto implica que la caída en los ingresos presentes y futuros, provenientes de las utilidades que se dejan de percibir, deben ser reemplazados, de manera obligatoria, al menos en el mediano plazo, por la desacumulación del Fondo que se cree para el manejo de los recursos. La siguiente gráfica, da cuenta de la magnitud de la renta petrolera, discriminada entre impuestos y dividendos, como proporción de los ingresos totales del Gobierno nacional Central para el periodo 2008 - 2018.

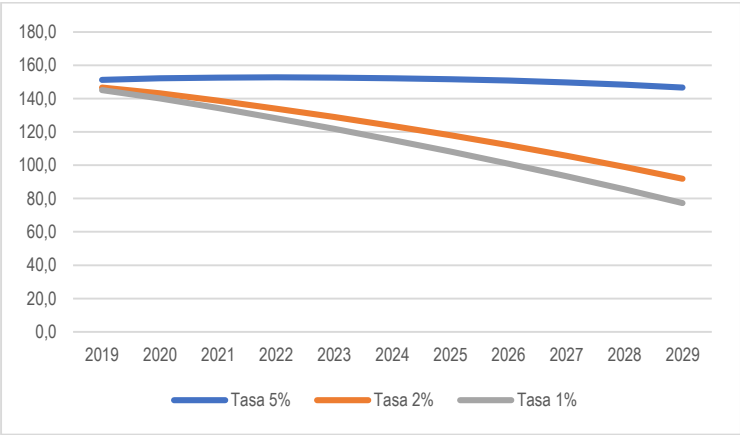


Los datos evidencian la dependencia fiscal de los recursos provenientes de la renta petrolera. En el año 2013 representaron cerca un 20% de los ingresos de la Nación y más de un 15% en los años 2012 y 2014. También da cuenta de la volatilidad existente y del impacto de la caída en los precios del crudo, que fue especialmente grave en el año 2016, cuando la proporción apenas alcanzó un 0.6% de los ingresos de la Nación. En promedio, el ingreso proveniente de las utilidades de la empresa fue cercana al 0.75% del PIB, unos 7.5 billones de pesos actuales.

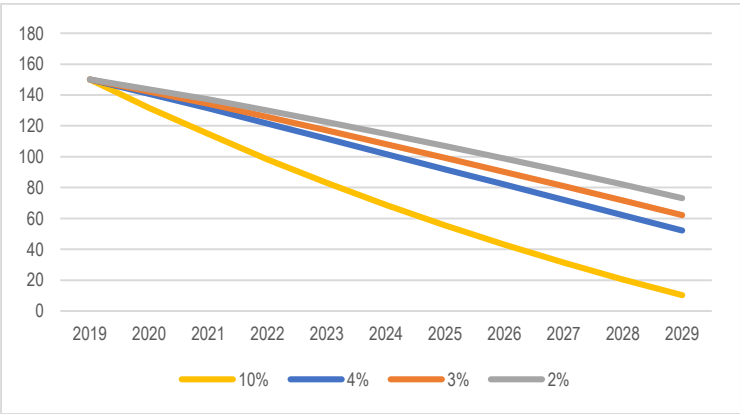
Por su parte, el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2018, contempla ingresos por concepto de renta petrolera para el periodo 2019-2029 según lo descrito en la siguiente gráfica. Allí se puede evidenciar que se esperan recursos de renta petrolera por un monto cercano al 0.7% del PIB, que se ajustan a los históricos observados. Estos recursos, a su vez se contemplan dentro de los ingresos con los que espera contar el gobierno para poder dar cumplimiento al déficit total permitido por la Regla Fiscal.



La siguiente gráfica esboza una trayectoria de desacumulación del Fondo Externo para el periodo 2019-2029 para diferentes tasas de rendimiento del portafolio, medidas en billones de pesos. Se construye bajo el supuesto de que el Gobierno Nacional recibirá 150 billones de pesos de la venta¹². Las necesidades anuales para financiar el presupuesto público son aquellas contenidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2018, ajustados por inflación a una tasa anual del 3% y se suponen unos costos de administración del 0.2% del saldo administrado.



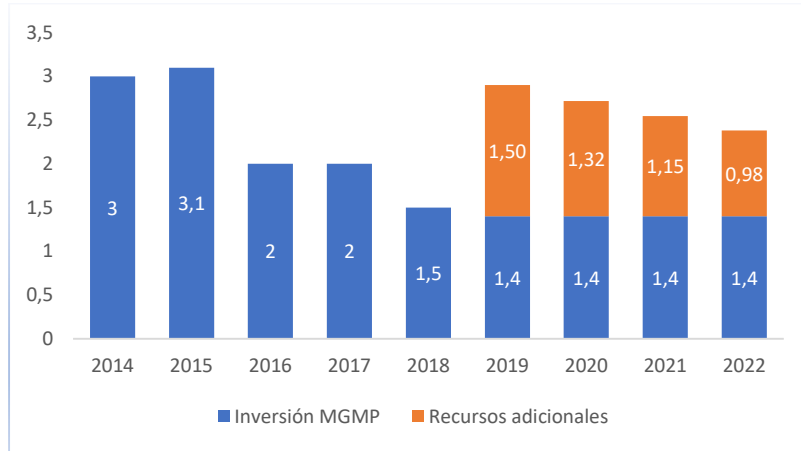
De la simulación se infiere que una rentabilidad cercana al 5% permitiría alcanzar el estado estacionario del fondo, en el que los valores girados para financiar el déficit fiscal serían similares a las acreencias del fondo, manteniendo los ahorros en un nivel constante. Ahora, si además de los recursos contemplados en el Marco Fiscal se determinaran porcentajes de desacumulación adicional, para financiar infraestructura física, con destino al fortalecimiento patrimonial de la FDN, tendríamos un escenario como el que se evidencia en la siguiente gráfica.



Una tasa de desacumulación del 10% nos llevaría a una desacumulación total del fondo a la vuelta de 10 años. En este punto se habrían trasladado cerca de 83 billones de 2018 al Gobierno para cumplir la regla fiscal y 81 billones para infraestructura haciendo uso de los 150 billones de la venta y 16 billones de rendimientos a lo largo del tiempo, suponiendo un rendimiento anual del 2%.

¹² Se supone un valor de la firma cercano a los 170 billones de pesos.

Estos recursos permitirían, así mismo, ampliar la capacidad de inversión del Gobierno Nacional en los próximos años. Por ejemplo, suponiendo una tasa de desahorro del 10%, el próximo Gobierno podría contar con recursos cercanos al 5% del PIB para el periodo 2019-2022. Esto permitiría además llevar la inversión pública anual a niveles cercanos a un 3% del PIB, casi que duplicando lo que actualmente se proyecta en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. La siguiente gráfica evidencia esta situación.



5. Marco Legal

5.1. ¿Qué normas se requieren para la venta de la empresa?

No se requeriría la expedición de nuevas normas de carácter legal para acometer la enajenación de la compañía. Sería suficiente con lo consignado en el artículo 60 de la Constitución Política (CP) y con lo contenido en la ley 226 de 1995.

Al respecto el artículo 60 de la CP señala lo siguiente: *“Cuando el Estado enajene su participación en una empresa, tomará las medidas conducentes a democratizar la titularidad de sus acciones, y ofrecerá a sus trabajadores, a las organizaciones solidarias y de trabajadores, condiciones especiales para acceder a dicha propiedad accionaria”*

El artículo 60 fue desarrollado por la Ley 226 de 1995 que contiene los siguientes principios:

- **Democratización.** Todas las personas, naturales o jurídicas, podrán tener acceso a la propiedad accionaria que el Estado enajene.
- **Publicidad y libre concurrencia.** Se utilizarán mecanismos y procedimientos que promuevan la masiva participación en la propiedad accionaria.
- **Preferencia.** Serán destinatarios exclusivos de condiciones especiales: los trabajadores activos y pensionados de la entidad que se privatiza; los ex trabajadores; las asociaciones de empleados o ex empleados; sindicatos de trabajadores; federaciones de sindicatos de trabajadores y confederaciones de sindicatos de trabajadores; los fondos de empleados; los fondos mutuos de inversión; los fondos de cesantías y de pensiones; y las entidades cooperativas definidas.

- **Protección del patrimonio público.** La enajenación de la participación accionaria estatal se hará en condiciones que salvaguarden el patrimonio público.

La ley así mismo establece el procedimiento que debe seguir el Gobierno Nacional para poner en venta la participación que tenga en empresas de naturaleza pública. Al respecto se señala el mismo:

1. El Gobierno decidirá, en cada caso, la enajenación de la propiedad accionaria del nivel nacional, adoptando un programa de enajenación, diseñado para cada evento en particular.
2. Corresponderá al Ministerio titular (Ministerio de Minas) en coordinación con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, diseñar el programa de enajenación respectivo, directamente o a través de instituciones idóneas, públicas o privadas, contratadas para el efecto según las normas de derecho privado.
3. El programa de enajenación accionaria se realizará con base en estudios técnicos correspondientes, que incluirán la valoración de la entidad cuyas acciones se pretenda enajenar.
4. El proyecto de programa de enajenación se pondrá a consideración del Consejo de Ministros, el cual, previo concepto favorable, lo remitirá al Gobierno para su posterior aprobación. El mismo deberá ser presentado para su conocimiento al Congreso de la República durante los primeros 60 días del año.
5. El programa el programa de enajenación, en cada caso particular, comprenderá los siguientes aspectos:
 - a) Establecerá las etapas en que realizará el procedimiento de enajenación
 - b) Dispondrá la forma y condiciones de pago del precio de las acciones.
 - c) Fijará el precio mínimo de las acciones.
 - d) Indicará los demás aspectos para la debida ejecución del programa de venta.

5.2. ¿Qué normas se requieren para la administración de los recursos productos de la enajenación?

Se requerirá una ley que cree un Fondo de Ahorro Externo que se nutra con los recursos de la venta de la empresa, de los rendimientos producto de las inversiones y si se considera, de los ingresos futuros que provengan de los impuestos recibidos de la renta petrolera. Este fondo puede ser de una naturaleza parecida al Fondo de Estabilización creado por la ley 1473 de 2011 (Regla Fiscal), aunque se nutriría de recursos distintos a los previstos en esta norma.

Según lo consignado en esta ley, el “Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica” se constituiría con los recursos provenientes de los superávits totales del Gobierno Nacional Central, sus correspondientes rendimientos y por los aportes extraordinarios que determine el Gobierno Nacional. En ese sentido la propuesta presentada difiere de la regla Fiscal en el sentido de que la primera se nutre de recursos corrientes provenientes del Balance Fiscal Total¹³, mientras que la última pretende

¹³ El Balance Fiscal Total es el resultado de restar los gastos estructurales y contra cíclicos de los ingresos estructurales y de aquellos que son efecto del ciclo económico y de los efectos extraordinarios de la actividad minero-energética.

utilizar recursos de carácter extraordinario producto de la venta de un activo para financiar otro tipo de activos públicos de mayor rentabilidad.

Sus recursos solo podrán destinarse a la financiación de infraestructura física de carácter prioritario para la Nación y a garantizar los recursos que permitan al Gobierno Nacional cumplir con la regla fiscal. En ningún caso, el monto anual del desahorro para infraestructura podrá ser superior al 10% del saldo del Fondo a 31 de diciembre del año anterior.

El Gobierno Nacional reglamentará el funcionamiento, administración operación e inversión de los recursos del Fondo y podrá incorporarlos al Presupuesto General de la Nación o el presupuesto de la Financiera de Desarrollo Nacional. El Fondo y sus rendimientos serán administrados por el Banco de la República, mediante contrato suscrito por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que solo requerirá para su validez y perfeccionamiento las firmas del Ministro de Hacienda y Crédito Público y del Gerente del Banco de la República y su publicación en el Diario Oficial.

El Banco de la República deberá contratar a su vez un equipo asesor externo, que brinde asesoría en materia de gestión de estos portafolios. Estos portafolios podrán exponerse a niveles de riesgo superior a aquellos que se tienen determinados para la gestión de las reservas internacionales.

5.3. ¿Qué normas se requieren para la etapa de desacumulación de los recursos?

La Ley que crea el Fondo podrá determinar, la suscripción de un contrato entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Financiera de Desarrollo Nacional, para gestionar los recursos en la fase de desacumulación. Los recursos se transferirían por parte del Banco de la República a la Financiera de Desarrollo Nacional, a título de nuevo capital (capitalización) y ésta última sería la encargada de la gestión de estos recursos para financiar los proyectos de infraestructura que se prioricen.

El ritmo de desacumulación del Fondo, estaría determinado, además de lo descrito en el numeral 5.1 del presente documento, por las actividades de estructuración y viabilización de proyectos de infraestructura y servirían como recursos de cierre financiero de los respectivos proyectos priorizados en conjunto por el Gobierno Nacional y la FDN.

La FDN nace en 2011 (mediante decreto 4174 de 2011) a partir de lo que era la Financiera Energética Nacional (FEN), e inició su trabajo en el 2013, en el marco de las acciones tomadas por el Gobierno Nacional para robustecer la capacidad institucional del país con el objetivo de mejorar la infraestructura física de país. La FDN se enfoca en movilizar las fuentes de financiación para lograr el desarrollo de la infraestructura en el país, bajo una adecuada gestión del riesgo.

Esto significa que apoya los proyectos con un aporte en financiación directa y también mediante la atracción de diferentes actores clave para lograr una financiación integral que permita hacer realidad los grandes proyectos de infraestructura que el país requiere. Adicionalmente, ofrece soluciones y productos especializados en asesoría, gerencia y estructuración de proyectos de infraestructura.

