

**MODELO “EMPLEADO PROPIETARIO”, PARA EMPRESAS COLOMBIANAS
BASADO EN CAPITAL EN ACCIONES**

Estudiante:
MARTHA GALLO DELGADO

**Monografía para optar el título de
Especialista en Alta Gerencia**

Director
DR. HERNÁN PABÓN BARAJAS
Coordinador Especialización Alta Gerencia

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERIAS FISICO - MECANICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA
2004**

TABLA DE CONTENIDO

	Pág
INTRODUCCIÓN	1
1. ANTECEDENTES	3
1.1 HISTORICOS	3
1.2 ECONÓMICOS	4
2. PANORAMA INTERNACIONAL	7
2.1 SITUACIÓN DE ALGUNOS PAÍSES	7
2.1.1 Estados Unidos	7
2.1.1.1 Los ESOPS (Employee Stock Ownership Plans o Planes de Propiedad Accionaria de Trabajadores)	8
2.1.1.2 Planes 401K	10
2.1.1.3 Planes KSOP	11
2.1.2 España	13
2.1.3 Chile	15
2.1.4 Otros países	17
2.2 OTRAS FORMAS DE PROPIEDAD	18
2.2.1 Fondos de Pensiones	18
2.2.2 Cooperativas	19
2.2.3 Propiedad de Trabajadores como instrumento de privatizaciones	20
2.3 ESTUDIOS REALIZADOS	20
3. SITUACIÓN NACIONAL	23
3.1 NORMATIVIDAD	23
3.2 PROCESO DE PRIVATIZACIÓN COLOMBIANO	25
3.3 LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA	27
4. MODELO PROPUESTO	29
4.1 ESTRATEGIA DE DISEÑO E IMPLANTACIÓN	29
4.1.1 Definir los Objetivos Pretendidos	30
4.1.2 Conocer y Analizar la situación de propiedad actual y la cultura de la compañía.	32
4.1.3 Estudiar y Analizar posibles planes	33
4.1.3.1 Compra Directa de Acciones	34
4.1.3.2 Bonificaciones en Acciones	37
4.1.3.3 Planes de Opciones de compra de Acciones	38
4.1.4 Analizar y Evaluar los Aspectos Fundamentales y el Impacto del Plan Propuesto	40
4.1.5 Estructurar el Programa de Implementación	42
4.1.6 Implantar el plan	42
4.1.6 Revisar, Evaluar y Ajustar el Plan	42

	Pág.
4.2 ESTRATEGIA DE FOMENTO DE LA CULTURA DE LA PROPIEDAD	43
4.2.1 Compartir la Información	44
4.2.2 Formación Académica y Capacitación de los Empleados	45
4.2.3 Participación en la Toma de Decisiones	45
5. ASPECTOS FUNDAMENTALES	47
5.1 DISMINUCIÓN DE LA PROPIEDAD	47
5.2 VALORACION DE LA EMPRESA	48
5.2.1 Métodos de Valoración	48
5.3 PROCESOS DE EMISIÓN, SUSCRIPCIÓN, NEGOCIACIÓN DE ACCIONES	52
5.4 RESTRICCIÓN DE ACCIONES	58
5.5 LIQUIDEZ	60
5.6 ASPECTOS FISCALES	60
CONCLUSIONES	65
BIBLIOGRAFIA	67

LISTA DE CUADROS

	Pág.
Cuadro 1. Perfil Estadístico de la Propiedad de los Trabajadores En EE.UU. (Julio -2003).	12
Cuadro 2. Porcentaje de Propiedad de la Empresa en los Planes En EE.UU. (Julio- 2003).	13
Cuadro 3. Diferencia en Post –ESOP frente a Pre-ESOP.	21
Cuadro 4. Participación del sector Solidario en los Procesos de Privatización.	27

LISTA DE ESQUEMAS

	Pág.
Esquema 1. Proceso Modelo Empleado- Propietario.	30
Esquema 2. Pasos para la Valoración de Empresas	49
Esquema 3. Método del Flujo de Caja Libre Descontado	50

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. 100 Compañías de los EE.UU con participación del empleado en la propiedad mayor o igual al 50%

Anexo 2. Decreto 2474 de 1948

Anexo 3. Decreto No.3871 de 1949, Decreto No. 70 de 1950 y Decreto 71 de 1950.

Anexo 4. Decreto 260 de 1950

Anexo 5: Ley 226 de 1995

Anexo 6: Circular Externa No. 28 (24 Nov. 1997) y Circular Externa Nº.16 (30 Oct. 1997)

TITULO. MODELO “EMPLEADO PROPIETARIO” PARA EMPRESAS COLOMBIANAS, BASADO EN CAPITAL EN ACCIONES*

AUTOR. MARTHA GALLO DELGADO**

PALABRAS CLAVES. Participación en la propiedad, Planes de Acciones Adquiridas por el Empleado, Empleado-Propietario.

El autor parte de la problemática existente entre EMPLEADOS y PROPIETARIOS de una organización, al ser considerados los primeros como un MEDIO O RECURSO más para alcanzar los objetivos y la posición de los ACCIONISTAS de centrar su razón de ser en el crecimiento de su propia riqueza y no en el bienestar común de todos los que la conforman.

Con base en esta problemática el autor de la presente monografía investiga a nivel internacional y nacional la situación actual de la participación del empleado en la propiedad de la empresa específicamente a través de acciones, y plantea un modelo general a seguir para la implementación de un plan de este tipo en empresas colombianas.

En el análisis de la situación actual se encuentra que el país abanderado en este tipo de sistemas es Estados Unidos, país que desde mitad del siglo pasado cuenta con innumerables ejemplos de empresas que han decidido darle cabida a sus empleados en la propiedad de estas a través de acciones, utilizando en la gran mayoría de los casos un mecanismo al que ellos han designado con el nombre de Employee Stock Ownership Plans (ESOPs) o Plan de Adquisición de Acciones del Empleado (PAAE), este concepto supone que activos generadores de ingresos pueden generalmente ser comprados en términos que se pagan por sí mismos a partir de los ingresos que genera su explotación. El ESOPs fue reconocido legalmente desde el año 1974, otorgándosele además beneficios tributarios los cuales lo han hecho atractivo tanto para empleados como para propietarios. En los países Latinoamericanos encontramos que el desarrollo de este tipo de planes es incipiente y las pocas experiencias por lo general han partido de la necesidad de implementarlos en los procesos de privatización estatal con el propósito de mitigar la oposición laboral que es común que se presente en estos.

* Monografía de Grado

** Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, Especialización en Alta Gerencia, Hernán Pabón Barajas.

Debido a la falta de experiencias Colombianas al respecto, el planteamiento del Modelo propuesto nace del conocimiento adquirido a través de la investigación realizada y de su respectivo análisis. Por tanto se plantea que la implementación de un Modelo Empleado Propietario debe partir de dos estrategias fundamentales: La Estrategia de Diseño e Implantación y La Estrategia de Fomento de la Cultura de la Propiedad. La primera tiene en cuenta los siguientes pasos: 1) Definición de los objetivos pretendidos, el cual se centrar en la pregunta ¿Qué estoy tratando de lograr en mi compañía al querer adoptar un modelo empleado-propietario, 2) Conocimiento y análisis de la situación de propiedad actual y la cultura de la compañía, 3) Estudio y análisis de posibles planes, los que presenta mayor factibilidad de implementación en Colombia son: Compra directa de acciones, Bonificaciones en acciones y Adjudicación de opciones de compra de acciones, 4) Análisis y Evaluación de los aspectos fundamentales y el impacto del plan seleccionado, dentro de este ítem se deben analizar aspectos como: disminución de la propiedad, valoración de la empresa, procesos de emisión, suscripción y negociación de acciones, restricciones sobre las acciones, liquidez de la empresa y los aspectos fiscales relacionados con estos planes de participación de la propiedad a través de acciones, 5) Estructuración del programa de implementación del plan, 6) Implementación del plan, 7) Revisión, Evaluación y Ajuste del plan implementado, de acuerdos a los cambios que vayan presentando los objetivos originales, la dinámica del mercado u otros factores relevantes. En la segunda estrategia se tienen en cuenta temas como: 1) El compartir la información, 2) La formación académica y capacitación de los empleados, 3) Participación en la toma de decisiones. Para facilitar el entendimiento del modelo a seguir se presenta un esquema que resume de manera breve las estrategias y pasos a desarrollar para llevar a buen termino la adopción de un modelo de esta clase.

TITLE. "EMPLOYEE OWNER" MODEL FOR COLOMBIAN COMPANIES BASED ON CAPITAL CORRESPONDING TO ISSUED STOCK*

AUTHOR. MARTHA GALLO DELGADO

KEYWORDS. Participation in Property, Stock Plans Acquired by the Employee, Employee – Owner.

The author start from the existing problem between EMPLOYEES and OWNERS of an organization, to being considered first like a MEAN OR RESOURCE to reach the objectives and the position of SHAREHOLDERS to center his reason of being in the growth of his own wealth and not in the common well-being of all those that conform it.

With base in this problem the author of the present monograph specifically investigates at international and national level the present situation of the participation of the employee in the property of the company through actions, and raises a general model to follow for the implementation of a plan of this type in Colombian companies.

In the analysis of the present situation is found that the country leader in this type of systems is the United States of America, country from the half of the past century has innumerable examples of companies decided to give space to their employees in the property of these through stocks, using in great majority of the cases a mechanism they have designated with the name of Employee Stock Ownership Plans (ESOPs), this concept supposes that active generators of income can be bought generally in terms paid by themselves from the income that its operation generates.

The ESOPs was recognized legally from year 1974, granting tributary benefits which have made it attractive as much for employees as for owners. In Latin American countries we found that the development of this type of plans is incipient and the few experiences generally have started from the need to implement them in the processes of state privatization with the purpose to mitigate the labor opposition common to appear.

* Specialization Monograph

Due to the lack of Colombian experiences on the matter, the exposition of the proposed Model is born of the knowledge acquired through investigation and its respective analysis. Therefore considers the implementation of an Employee – Owner Model must start of two fundamental strategies: The Design and Implantation Strategy and the Promotion of the Property Culture Strategy. The First one considers the following steps: 1) Definition of the tried objectives, which to be centered in the question "What I am trying to manage in my company wanting to adopt an Employee – Owner Model, 2) Knowledge and analysis of the situation of present property and company culture, 3) Study and analysis of possible plans, those who presents greater feasibility of implementation in Colombia are: Direct purchase of stocks, Awarding in stocks and Adjudication of stock purchase options, 4) Analysis and Evaluation of the fundamental aspects and the impact of the selected plan, within this item are due to analyze aspects like: property diminution, company valuation, emission processes, stock subscription and negotiation, stock restrictions, company liquidity and the fiscal aspects related to these plans of property participation through stock. 5) Structuring of the plan implementation program, 6) Plan Implementation, 7) Revision, Evaluation and Adjustment of the implemented plan, according to the changes presented to the original objectives, the market dynamics or other factors. In the second strategy the subjects consider are: 1) sharing the information, 2) academic formation and qualification of the employees, 3) Participation in the decision making. In order to facilitate the model understanding to follow, a scheme that summarizes in a brief way the strategies and steps to develop it's presented to take a good finish the adoption of a model of this class.

INTRODUCCIÓN

Un reto clave de cualquier PROPIETARIO y/o ACCIONISTA de una compañía es alentar a sus empleados a trabajar eficazmente hacia los objetivos de crecimiento y rentabilidad de su organización. La situación hipotética deseada por los accionistas es que todos los empleados estén conscientes de los costos operativos, entiendan la importancia de la satisfacción del cliente, busquen oportunidades de comercialización y ventas y creen maneras de hacer su trabajo más eficientemente. En otras palabras, que todos los empleados “piensen y actúen como propietarios”, pero sin serlo.

Por otro lado, los EMPLEADOS sienten que las organizaciones para las cuales trabajan no basan su razón de ser en ellos dado que sienten que son administrados como un MEDIO O RECURSO más de la organización para alcanzar sus objetivos y no como un “FIN” de la misma. En otras palabras, los Empleados piensan y sienten que los ACCIONISTAS sólo centran su razón de ser organizacional en el crecimiento de su propia riqueza y no en el bienestar común de todos los que la conforman.

Esta falta de propósito común entre ACCIONISTAS y EMPLEADOS con lleva a crear ambientes organizacionales improductivos, con fuerzas poco sinérgicas, con alta rotación de personal, con procesos ineficientes, sin ciclos de mejoramiento continuo, con sindicatos extremistas que sólo propenden por el bienestar particular de sus asociados y con accionistas que sólo se interesan en su enriquecimiento individual.

Con base en esta problemática el autor de la presente monografía se ha dado a la tarea de investigar acerca de la participación del empleado en la propiedad de la compañía particularmente a través de acciones, y analizar la implicaciones que tendría la implementación de un plan de este tipo en las empresas Colombianas, debido a que hasta el momento lo que se conoce al respecto es muy poco considerando los beneficios que podría traer su implementación: un plan de este tipo fomenta un ambiente organizacional donde prima la sinergia y visión común, generando una situación de ganancia-ganancia: donde los empleados obtienen un interés propietario en su compañía, con la oportunidad de emplear su talento y energía para enriquecerse a sí mismo y al mismo tiempo se logra un mayor compromiso hacia la mejora de la eficiencia y competitividad empresarial.

De esta manera se profundiza en el estudio de los ESOP (Employee Stock Ownership Plan) o PAAE (Plan de adquisición de acciones por los empleados) y de otros planes de propiedad por acciones, investigando sus antecedentes históricos y económicos así como las experiencias en otros países, se proponen estrategias para su diseño e implementación y se presentan los aspectos considerados como fundamentales al momento de decidir adoptar un modelo de propiedad basado en un plan por acciones en una empresa colombiana.

Es importante resaltar que los planes de propiedad de los empleados por acciones, como el ESOP y otros, se han utilizado para apoyar la privatización en una gran cantidad de circunstancias: en las economías socialistas que están en vías de reestructuración; en los países donde se hace resistencia política a los inversionistas extranjeros; en los países en desarrollo, donde los gobiernos quieren garantizar la difusión de los beneficios de las inversiones de las multinacionales; y en las compañías estatales, donde los trabajadores y los sindicatos se preocupan por posibles pérdidas de los puestos de trabajo debido a la privatización.

La capacidad de los programas de propiedad de los empleados de hacer participar a los trabajadores en los beneficios directos de la privatización, da la seguridad de que los reformadores económicos podrán utilizar dichos programas para vencer la oposición a las reformas por parte de los sindicatos, como ha sucedido en Argentina. En otras circunstancias, como en Rusia, la propiedad de los empleados se ha utilizado como método para garantizar que la dirección y otros interesados directamente en la empresa mantengan el control. En otras situaciones, como en Hungría, se han utilizado los planes de propiedad de los empleados para crear un mercado de acciones, a falta de otros compradores.

El autor de la presente monografía, considera que las organizaciones creadas bajo un modelo "Empleado Propietario" basado en un plan por acciones, serán organizaciones de alto desempeño, comprometidas con su crecimiento, con sus clientes y proveedores y con unidad de propósito compartida, que desde su propia razón de ser, concebirán al "EMPLEADO", como un FIN y no como un MEDIO, permitiendo a estos compartir la propiedad en igualdad de condiciones, ligando así los intereses a largo plazo de los empleados con el futuro de la compañía y todos los que la componen, igualmente el autor pretenden sensibilizar a las actuales y futuras generaciones emprendedoras de negocios, a optar por modelos empresariales fundamentados en el principio de compartir la propiedad entre todos los que contribuyen con su crecimiento y de este modo propender por una sociedad más equitativa.

1. ANTECEDENTES

1.1 HISTORICOS

La propiedad de los empleados a través de acciones tiene una larga y floreciente historia que se remonta a principios del presente siglo. En 1916, en los Estados Unidos los almacenes de venta al detal *Sears Roebuck* realizaron un plan de financiación de las pensiones de sus dependientes con el capital de la compañía, con esto Sears buscaba motivar a sus empleados a que contribuyeran a mejorar la empresa y así aumentar el valor de las acciones. Polonia ofrece uno de los primeros ejemplos positivos de empresa de propiedad de los empleados: "Gasolina". Ésta fue creada en la primera década de 1900, y en 1939, el 40% de las acciones pertenecía a los empleados.¹

Pero fue Louis Kelso, un abogado de San Francisco, convencido de los beneficios que se logran haciendo partícipes a los empleados de la propiedad de las empresas quien creó el ESOP (Employee Stock Ownership Plan) o PAAE (Plan de adquisición de acciones por los empleados).

Aunque desde mucho antes Louis Kelso estaba convencido de que era posible diseñar técnicas de financiamiento que permitieran adquirir capital y pagarlo con el flujo de ingresos que de él se derivaría, en lugar de hacerlo con sus propios ingresos y los ahorros, no fue sino hasta 1956 cuando se le presentó la oportunidad de poner a prueba su hipótesis.

El Editor de una cadena productiva de diarios suburbanos de Palo Alto, California, había prometido a sus empleados que cuando estuviera preparado para retirarse les daría la oportunidad de adquirir la empresa antes de ofrecerla a otros. Llegado el momento, llamó a abogados y banqueros para que diseñaran los instrumentos adecuados para que los empleados pudieran adquirir las acciones de los tres principales accionistas. A su debido tiempo, los expertos presentaron sus conclusiones. Si los empleados se comprometían a aceptar las deducciones más elevadas posibles, reunían todos sus ahorros, pedían prestado lo más posible, hipotecaban sus casas y reducían al mínimo su nivel de vida, apenas podrían pagar los intereses del préstamo. Nunca serían capaces de pagar el capital. Simplemente no había manera de que se convirtieran en propietarios del periódico. Lo único que los expertos podían aconsejar era que los empleados olvidaran su "sueño americano", se pusieran a trabajar y conservaran la esperanza de que sus nuevos

1 CID, Luis. Propiedad de los Empleados y Privatización (ESOPs): Una Oportunidad para Ser Propietarios de Bienes Productivos.

Jefes fueran tan buenos como el anterior. En ese momento Kelso se ofreció a hacer la prueba. El resultado fue el primer Plan de adquisición de acciones por los empleados (ESOP), mediante el cual los empleados del periódico podrían adquirir el 72 por ciento de las acciones sin invertir un solo centavo de su salario o de sus ahorros.

Tanto el préstamo como los intereses del ESOP se pagaron casi dos veces más rápidamente de lo programado originalmente, en ocho años y medio en vez de en quince.

Para evitar una confrontación abierta con una política económica Norteamericana firmemente arraigada de empleo y bienestar para la mayoría y capital propio para una minoría, el primer ESOP pasó a través de las diferentes agencias reguladoras disfrazado de plan de beneficios para los empleados.

Conforme se presentaban las oportunidades, en los siguientes quince años Kelso inicio otros siete ESOP cuyo objetivo era resolver un problema comercial específico. Si bien el número de estos planes comenzó a incrementarse de manera exponencial, no fue sino hasta 1974 que el Congreso de los Estados Unidos aprobó una serie de leyes reconociendo específicamente el ESOP y dándole facilidades fiscales especiales.²

La importancia del ESOP respecto a otros planes semejantes consiste en que su inventor comprendió que el empleado común no tiene ahorros suficientes para adquirir una cantidad considerable de acciones de la empresa. El ESOP no cuenta con los ahorros individuales de lo que se ha ganado en el pasado, sino con el poder de adquisición del crédito industrial generado por los beneficios futuros de la empresa cuyas acciones se van a comprar. A diferencia de algunos programas de propiedad de los empleados que se han utilizado en la privatización de industrias estatales, el ESOP respeta el carácter sagrado de la propiedad privada y no exige nunca un don de capital a los empleados. El ESOP prevé siempre la adquisición y la venta a un valor razonable de mercado.

El ESOP adquiere las acciones de una compañía de la venta de un accionista, con dinero prestado a un banco, utilizando una garantía u otra concesión de crédito por parte de la compañía. Como alternativa, el accionista vendedor puede financiar la transacción concediendo un crédito por las acciones vendidas que es cancelado por el ESOP con las futuras ganancias de la compañía. Cuando se reembolsa la deuda del ESOP, ésta se transforma en ganancias en beneficio de los empleados propietarios que hacen parte del ESOP. Existen varios métodos para estructurar y financiar una transacción ESOP. La estructura puede variar según las peculiaridades de cada situación.

1.2 ECONÓMICOS

Este tipo de planes en los cuales se les da participación al empleado en la propiedad están fundamentados en la Economía capitalista democrática que es una economía de libre mercado y propiedad privada, en la cual los bienes y servicios se producen a través de la cooperación universal y voluntaria de los trabajadores de mano de obra y los trabajadores capitalistas bajo un gobierno políticamente democrático. La distribución de

² KELSO, Louis y Patricia. Democracia y Poder Económico, Estados Unidos, 1986.

los resultados de la producción se basa en los derechos de propiedad privada que tienen los trabajadores de mano de obra sobre su trabajo y los trabajadores capitalistas sobre su capital; la proporción de cada uno de estos se determina por la cantidad de aportación de trabajo o capital según una evaluación regida por el mecanismo de la libre competencia.

La capacidad que tiene cada familia de producir el ingreso suficiente para gozar del estilo de vida que ha elegido depende obviamente de su capacidad para hacer una aportación productiva. A medida que la producción de bienes y servicios cambia de intensiva en mano de obra a intensiva en capital, no cabe duda que la forma en la que cada familia participa en la producción y obtiene un ingreso debe cambiar en el mismo sentido. La capacidad de funcionamiento de la economía –la continúa democratización de su poder económico y la autonomía económica de sus consumidores- requiere que el capital que poseen los menos capitalizados se vaya ampliando de manera progresiva. Esta es la única alternativa a la redistribución del ingreso para proporcionar una demanda de consumo. La salud de la economía también exige una vigilancia que impida que ciertas familias acumulen más poder de obtención de capital del que pueden o quieren gastar en su propio consumo.

Una economía de mercado es esencialmente un sistema de contabilidad por partida doble basado en el hecho de que cada una de las familias que se encuentran en la economía de mercado tiene un papel doble, como consumidor y como productor. Los costos que se pagan por la producción en una de las columnas se convierten en ingresos personales para el consumo en la otra. La propia economía es un organismo vital dedicado ante todo a la continua producción de bienes y servicios de consumo para un consumo continuo. Cualquier acumulación sostenida de un ingreso producto del capital por encima del que se usa realmente para pagar las cosas que se consumen inevitablemente generará la obtención de un mayor poder de capital. En el momento en que este poder de obtención excede los requerimientos del estilo de vida de una familia, se vuelve estéril e inutilizable para la economía.

Pese a que en la actualidad no existe ninguna economía mundial que sea en su totalidad capitalista democrática de libre mercado, algunos economistas sostienen que es mediante esta que se puede construir una economía de individuos y familias universalmente productivos, al elevar legítimamente el poder adquisitivo de los menos productivos y evitar la esterilización del exceso de poder productivo de capital acumulado por aquellos que no quieren ni pueden utilizarlo para su propio consumo.

Al igual que el hecho de que existen dos formas de participar en la producción y obtener un ingreso en una economía industrial de libre mercado, la teoría del capitalismo democrático resulta fácil de expresar, pero excesivamente difícil de comprender. Está compuesta por tres preceptos: (1) el principio de propiedad, (2) el principio de participación, y (3) el principio de limitación. Tomados de manera aislada, ninguno de ellos tiene validez; sólo cuando los tres se reconocen en la práctica de manera simultánea e igual puede decirse que existe el capitalismo democrático o que prevalece la justicia económica.³

³ KELSO, Louis y Patricia. Democracia y Poder Económico, Estados Unidos, 1986.

La propiedad: dentro del derecho o la economía, el término propiedad identifica el hecho de que una persona es dueña de un bien productivo específico. Se refiere a un conjunto de derechos. En el caso de los bienes de producción, la propiedad incluye ante todo, el derecho a recibir aquello que produce la cosa poseída, ya sea a través del capital o de la fuerza de trabajo. Si este derecho se ve limitado disminuye o desaparece la propiedad sobre la cosa poseída. El conjunto de derechos que constituyen la propiedad no es algo absoluto. No incluye el derecho a utilizar la cosa poseída de manera que afecte el bienestar general. La propiedad es uno de los derechos humanos fundamentales e inalienables. Constituye la piedra angular de la participación económica.

La participación: según la economía de libre mercado, no cabe la menor duda de que la única forma económicamente legítima de obtener un ingreso es participando de la producción. Sólo la participación a través de la propiedad del capital libera a la humanidad de la servidumbre de trabajo hereditaria y proporciona a la gente la autonomía económica.

La limitación: El ingreso que produce un capital es un medio cuando proporciona a su dueño el ingreso necesario para que su familia disfrute del nivel de vida elegido. El poseer la suficiente riqueza para satisfacer este requerimiento es a la vez legítimo y deseable. Sin embargo, el acumular más capital que el que se requiere para sufragar las necesidades y los deseos del dueño, así como para liberarlo del trabajo de subsistencia viola el derecho de los demás a poseer el capital necesario y también viola las limitaciones sobre el uso de la propiedad que constituyen aspectos esenciales del derecho común sobre la propiedad.

El único propósito de la actividad económica en una economía de libre mercado y propiedad privada es la producción de bienes y servicios para su consumo y disfrute por los propios productores. Este hecho elemental constituye, en sí, el principio natural de limitación: nos indica que no debemos producir más de lo que deseamos utilizar para nosotros mismos.

2. PANORAMA INTERNACIONAL DE LA PROPIEDAD DE LOS EMPLEADOS

La propiedad de los trabajadores en sus empresas es un fenómeno que ha adquirido importancia en el mundo durante el curso de las últimas décadas. En pocos años, decenas de millones de trabajadores han adquirido porcentajes significativos de la propiedad de decenas de miles de empresas, alrededor de todo el mundo, en muchos países, entre los cuales se cuentan algunos tan diversos como: Estados Unidos, Gran Bretaña, Suecia, Argentina, México, Jamaica, Hungría, Polonia, Eslovenia, Rusia, China, Sri Lanka, Pakistán, Nigeria, Egipto y Chile y por las más diversas vías. Esta tendencia no parece fluir de una fuente única sino, más bien, de la conjunción de fenómenos diversos, a veces conflictivos entre sí.

2.1. SITUACIÓN DE ALGUNOS PAISES

2.1.1 Estados Unidos. Una forma directa de propiedad de trabajadores es aquella en la que se les otorga la propiedad jurídica sobre una parte substancial de las acciones de la empresa donde trabajan. Bajo esta modalidad se produce un importante aumento del número de trabajadores propietarios en el seno de la principal economía del mundo, la estadounidense, bajo el impulso de empresas privadas y sus empleados, con estímulo del Estado.

Dichos agentes aprecian en la propiedad de los trabajadores un medio para distribuir la propiedad en la sociedad pero, al mismo tiempo, un mecanismo de financiamiento de las empresas y en los casos más exitosos, de aumentar el compromiso de la fuerza laboral con el proceso productivo, todo lo cual redundará, al parecer, en ciertas ventajas competitivas.

En parte, asimismo, el aumento de la propiedad de trabajadores coincide, en los EE.UU., con un período de fuerte reestructuración en las empresas privadas. Esta experiencia, al parecer, tiende a crecer y consolidarse y pudiera formar parte de una tendencia general a otorgar mayor poder a los trabajadores como forma de mejorar la posición competitiva de las empresas.

La propiedad directa de los trabajadores como se referencia en los antecedentes históricos se empieza a transformar a partir de 1974, año en que se aprueba una legislación que entrega ciertos estímulos estatales, principalmente subsidios tributarios, al desarrollo de la propiedad de trabajadores. A partir de entonces, el fenómeno se ha venido desarrollando por diferentes vías, hasta alcanzar, en la actualidad, una magnitud significativa.

Las siguientes son leyes y organismos que rigen el uso de la compensación de capital en acciones en los EE.UU.

Código de Rentas Internas / Reglamentos: Aplicadas por el Servicio de Rentas Internas (IRD), estas leyes determinan las implicaciones fiscales de las distintas formas de compensación.

Ley de Seguridad en el Ingreso de Jubilación del Empleado (ERISA): Esta ley de 1974 protege los derechos de los empleados bajo los planes de prestaciones a los empleados calificados. Todos los planes calificados están sujetos a ERISA.

Leyes de Intercambio de Valores: Las leyes de 1933 y 1934 establecen las principales leyes federales que rigen la admisión y venta de valores en los Estados Unidos tal y como las aplica la Comisión de Valores e intercambio (SEC). La ley de 1933 rige la venta de acciones por una compañía al público, mientras que la ley de 1934 detalla las obligaciones de la compañía cuyas acciones son tenidas por el público. Ambas leyes están guiadas por el principio general de que una compañía puede funcionar como considere adecuado siempre y cuando revele toda la información pertinente a sus accionistas.

Registro de Valores “Cielo Azul” (Blue Sky): Se refiere a las reglas de registro de valores en los estados. Cada estado tiene reglas de registro distintas que una compañía debe cumplir al emitir o vender acciones a un ciudadano de ese estado.

Departamento del Trabajo (DOL): Este departamento del gobierno federal fue establecido para proteger los derechos de los empleados. EL DOL participa en muchos temas de prestaciones para los empleados, incluso la votación de valores en planes de prestaciones, comités de participación de empleados y relaciones obrero – patronales.

Junta de Normas de Contabilidad Financiera (FASB): La JNCF es el organismo formulador de reglas de la profesión de la contabilidad que determina cómo debe informarse las operaciones con respecto al capital en acciones en los libros de la sociedad emisora.

A continuación se explicaran los planes de propiedad del empleado que son más utilizados en EE.UU.:

2.1.1.1 Los ESOP (Employee Stock Ownership Plans o Planes de Propiedad Accionaria de Trabajadores). Los ESOPs fueron el primero y se mantienen como el principal mecanismo de propiedad accionaria directa de trabajadores, en los EE.UU., aún cuando otro tipo de planes, como los 401(k), que se verá a continuación, han venido creciendo a un ritmo más rápido en años recientes.

En su esencia el ESOP, a diferencia de otros esquemas accionarios de trabajadores, es una técnica de financiamiento corporativo. El concepto de ESOP supone que activos generadores de ingresos pueden generalmente ser comprados en términos que se pagan por si mismos a partir de los ingresos que genera su explotación. Así, el financiamiento de los ESOPs utiliza este concepto de deuda auto-servida, para ayudar a posibilitar que los empleados de una compañía adquieran parte de la propiedad de su empresa.

Otros esquemas de propiedad accionaria, en cambio, consisten, básicamente, en beneficios adicionales otorgados a los trabajadores, bajo la forma de acciones de la

propia compañía o de otras, entregadas directamente o como contrapartida a opciones adquiridas por los empleados.

Un ESOP refleja en su operación tres principios claves, diseñados para asegurar que: a) una base amplia de los empleados se incluya como participantes del ESOP, b) que los beneficios disponibles bajo el ESOP se distribuyan ampliamente entre los participantes del plan y c) que esos participantes, a lo largo del tiempo, empiecen a recibir un ingreso como propietarios (dividendos) como complemento a su ingreso como trabajadores, así como una eventual liquidación de su saldo accionario en el plan.

Los ESOPs están sujetos a los requisitos de la Ley de Seguridad en el Ingreso de Jubilación del Empleado (ERISA) y a las disposiciones antidiscriminación del Código de Rentas Internas. Los ESOPs se distinguen de otros planes de jubilación calificados en tanto están exentos de requisitos que obligan la diversificación de la inversión de los activos del plan. De hecho, los ESOP deben por ley invertirse principalmente en acciones de la compañía.

Los planes ESOP se pueden dar de dos formas:

ESOP No Apalancados: es similar a un plan de reparto de utilidades diferidas en tanto la compañía hace contribuciones al fideicomiso de ESOP cada año en nombre de los empleados. La contribución puede darse en acciones o en efectivo para comprar acciones. En cualquier caso, la sociedad recibe una deducción fiscal con base en el valor de la contribución, sujeta a las limitaciones del Código de Rentas Interna. Estas contribuciones se invierten principalmente en acciones de la compañía y luego se asignan a cuentas de los empleados con base en una fórmula previamente determinada. Una cuenta de los empleados crece cada año con base en las contribuciones y ganancias de la compañía en el saldo de la cuenta, y luego se pagará al empleado al momento de la jubilación, despido o retiro.

ESOP Apalancados: El ESOP apalancado tiene un préstamo en términos ventajosos con respecto a los impuestos para comprar valores al empleador a beneficio de los participantes del ESOP. Generalmente un banco u otro prestamista calificado presta dinero al ESOP con la garantía de la compañía, el ESOP compra acciones de los accionistas existentes, la compañía hace contribuciones anuales deducibles de impuestos al ESOP que a su vez paga al prestamista, las acciones se asignan a las cuentas de empleados con base en una fórmula previamente establecida. Los empleados reciben la distribución de acuerdo a lo dispuesto.

Una de las características más atractivas de los ESOP para los propietarios de sociedades anónimas de responsabilidad limitada es la capacidad de diferir impuestos de ganancias de capital sobre las ventas de acciones a un ESOP que cumpla ciertas condiciones, establecidas bajo la Sección 1042 del Código de Rentas Internas y comúnmente denominada "Financiamiento del ESOP", esta disposición de la ley no sólo proporciona un incentivo atractivo para los accionistas del negocio, si no que ofrece una solución potencial al difícil problema de sucesión de la propiedad a las siguientes generaciones. Un propietario que se retira de una compañía privada enfrenta ciertas opciones potencialmente no bienvenidas, viéndose obligado a elegir entre vender a inversionistas exteriores, si hay alguno disponible; intercambiar acciones con otra

compañía en una fusión o vender las acciones de vuelta a la compañía, si dicha operación es factible. Ninguna de estas opciones se le aplica impuestos tan favorablemente como a la venta de un ESOP.

Una venta de refinanciamiento de ESOP ofrece términos ventajosos fiscalmente hablando a los accionistas que venden, establece un mercado potencial para ventas futuras de acciones, ayuda a mantener los empleos de los trabajadores actuales y lo recompensa con un interés de propiedad. Al mismo tiempo, ayuda a retener la independencia y la propiedad de la empresa. Una venta a un ESOP también permite a un propietario vender para salirse gradualmente, retirándose de la empresa en la medida que lo desee.

2.1.1.2 Planes 401(K). Otro enfoque para compartir el capital en acciones con los empleados es utilizando planes de jubilación calificados a través del uso del popular plan de ahorros con diferimiento de impuestos conocido como el plan 401(k). Este tipo de plan se denomina así por la sección del Código de Rentas Internas que establece sus reglas y reglamentos.

En su forma más simple, un plan 401(k) es un método de costos bajos para que los empleadores proporcionen un plan de ahorros de jubilación con diferimiento de impuestos para los empleados. Cuando el plan incluye contribuciones del empleador de acciones de la compañía a las cuentas de los empleados, y permite a los empleados compras de acciones de la compañía, o ambos, se convierte en un método para que los empleados adquieran capital en acciones de la compañía. Un plan 401(k) también puede combinarse con un plan ESOP para formar lo que se denomina comúnmente como KSOP. Los planes 401 (k) y los KSOP deben cumplir los requisitos tanto del Código de Rentas Internas para planes calificados como la Ley de Seguridad en el Ingreso de Jubilación del Empleado (ERISA).

Un típico plan 401(k) permite a los empleados diferir una cantidad limitada de su compensación en varias opciones de inversión diversificadas establecidas por el comité administrativo del plan. La compensación diferida no está sujeta a la aplicación del impuesto sobre la renta actual y cualquier ganancia sobre inversiones no está sujeta a impuestos hasta que los activos sean distribuidos al empleado. Para alentar la participación del empleado en los planes 401(k), a menudo los patrocinadores de la empresa igualan las contribuciones a los empleados con contribuciones de la empresa deducibles de impuestos de efectivo o acciones.

Hay cuatro tipos de contribuciones 401(k). El plan puede ofrecer cualquiera o todas estas características:

1. Contribución del empleado previa al impuesto: Los empleados optan por hacer que la compañía contribuya con una porción de su salario antes de impuestos a la cuenta del plan 401(k). La contribución y los aumentos en este valor de inversión no están sujetos al impuesto sobre la renta hasta la distribución.
2. Contribución del empleado después de impuestos: Los empleados pueden designar una porción adicional de su salario, sobre la cantidad establecida que puede diferir impuestos, como una contribución a su cuenta 401(k). Aunque la contribución se

incluye en el ingreso bruto anual, los aumentos en su valor de inversión no están sujetos a impuestos hasta la distribución.

3. Contribución equiparable del empleador: El empleador contribuye con una cantidad que iguala las contribuciones del empleado (por lo general de conformidad con una fórmula previamente establecida) y en ocasiones sujeta a un porcentaje máximo del empleado de un salario o una cantidad de dólares máxima. Las contribuciones equiparables se utilizan a menudo para alentar a los empleados con menores sueldos a participar en un 401(k) de tal manera que se cumplan los requisitos de no discriminación y para permitir que los empleados con mayores sueldos difieran una porción mayor de sus salarios.
4. Contribución no equiparable del empleador: Los empleadores pueden hacer contribuciones a los planes 401(k) independientemente de lo que contribuyan los empleados. Estos pueden vincularse a la rentabilidad y por lo general se asignan de conformidad con el nivel de salario. Esta contribución se denomina a menudo como la contribución de reparto de utilidades del plan.

Aunque considerados típicamente como planes de ahorros en los casos en los que las inversiones se realizan en fondos mutuos u otras inversiones diversificadas, los planes 401(k) también pueden incorporar un componente de incentivos de capital en acciones.

En el enfoque más sencillo, la totalidad o una porción de la igualación de las contribuciones del empleado por parte de la empresa pueden tomar la forma de acciones de la empresa. La equiparación de acciones se aplica uniformemente como parte del diseño del plan, no se considera una decisión de inversión por parte de los empleados y por lo tanto no requiere por lo general ningún registro federal de valores.

En otro enfoque, el plan puede diseñarse para permitir a los empleados invertir una porción de su diferimiento salarial en acciones de la compañía por elección. En general, una compañía cuyo plan 401(k) da a los empleados la opción de invertir en acciones de la compañía debe registrarse en la Comisión de Valores e Intercambio.

Debido a que los empleados con mayores sueldos por lo general están más interesados en diferir una porción mayor de su salario que los empleados con menor paga, los planes 401(k) se estructuran a menudo para alentar una mayor participación por parte de los empleados con menos paga para cumplir con los requisitos de no discriminación. Además de los requisitos aplicables a otros planes de jubilación calificados que prohíben fórmulas de contribución "discriminatoria" que favorecen a los empleados con altos sueldos, los planes 401(k) deben no ser discriminatorios (como se define en la sección 401(k) del Código de Rentas Internas) con respecto a los diferimientos reales y a las contribuciones reales.

2.1.1.3 KSOP. Un KSOP es una forma híbrida de un plan 401(k), diseñado para cumplir varios objetivos de compensación de capital en acciones con base en añadir un firme componente de incentivo de capital en acciones. En su forma más simple, un ESOP se combina con un plan 401(k) y la compañía iguala las contribuciones 401(k) de los empleados con una contribución de acciones de la empresa a la cuenta ESOP de los empleados. Al igual que con un plan normal 401(k), las contribuciones de los empleados

se invierten en varias cuentas de ahorros. La contribución de acciones de la compañía proporciona un incentivo para que los empleados ahorren para su jubilación. Un 401(k) con un componente de capital en acciones se utiliza en ocasiones como primer paso para una operación especial renovable de diferimiento de impuestos permitida bajo la Sección 1042 del Código de Rentas Internas. El 401(k) consolidaría la propiedad con el paso del tiempo y luego se fusionaría o convertiría en un nuevo ESOP, que permitiría a su vez que la compañía cumpliera el requisito del 30% por ciento de la propiedad más fácilmente.⁴

De acuerdo a los datos obtenidos del National Center Employee OwnerShip (NCEO), el principal mecanismo de propiedad directa de trabajadores en los EE.UU. son los ESOPs "Employee Stock Ownership Plans", otros de importancia son los denominados "Planes 401(k)", denominación que alude al inciso de la legislación tributaria que les dio origen y los denominados "Broad Stock Option Plans".

La importancia aproximada de cada uno de estos planes se aprecia en el cuadro que sigue:

Cuadro No.1: Perfil Estadístico De La Propiedad De Los Trabajadores En EE.UU. (Julio 2003)

Tipo de plan	Número de planes	Número de trabajadores	Valor de los activos por plan (miles de millones de dólares US \$Billones)
ESOPs	11,000	8,8 millones	\$400 billion+
401(k)	2,200	11 millones	\$160 billion+
Planes de opción común	4,000	8 a 10 millones	(varios cientos mil millones; no realista estimar)
Planes de la compra común	4,000	15,7 millones	(no realista estimar)

Fuente: <http://www.nceo.org>

* Los ESOPs (Employee Stock Ownership Plans o Planes de Propiedad Accionaria de Trabajadores)

* Los planes 401(k) incluidos en el cuadro son sólo aquellos cuyos activos están invertidos primariamente en acciones del empleador.

* Los Broad Stock Option Plans son aquellos que proveen opciones de acciones al menos a la mayoría de los trabajadores a tiempo completo.

El grueso de los planes de propiedad directa controlan menos del 10% de la propiedad, a excepción de los planes denominados ESOPs en empresas cerradas, es decir, que no se transan en bolsa, los cuales en la actualidad presentan una participación del 30% en la categoría del 51% al 100% de la propiedad de la empresa. La participación de cada tipo de plan se presenta en el cuadro a continuación:

⁴ KELSO, Louis y Patricia. Democracia y Poder Económico, Estados Unidos, 1986

**Cuadro No. 2: Porcentaje de Propiedad de la Empresa en los Planes En EE.UU.
(Julio 2003)**

Categoría	0-10%	11-30%	31-50%	51-100%
ESOPs en compañías cerradas	20%	20%	30%	30%
ESOPs en compañías abiertas	62%	34%	3%	1%
Planes 401(k)	85%	10%	5%	0%
Stock options	32%	65%	3%	0%

Fuente: <http://www.nceo.org>

El Centro Nacional del Empleado Propietario es una organización que aglomera todas aquellas empresas que han llevado a cabo un programa en el cual los empleados tienen participación en la propiedad de la compañía. En el anexo No.1 se muestra la lista de las 100 empresas de Estados Unidos en las cuales los propietarios de por lo menos el 50% de la compañía son los empleados, ya sea a través de un plan ESOP o de otro tipo de plan. Esta lista fue emitida en Julio del 2003 por el Centro Nacional del Empleado Propietario. (Ver Anexo No.1)

2.1.2 ESPAÑA

En España, ha sido común la utilización de Planes de Opciones sobre acciones, los cuales vivieron su momento de máxima expresión a finales de los 90. Inicialmente este tipo de planes se dirigían a beneficiar solo a los altos Directivos, debido a la teoría de: “Si convertimos en propietarios a los más altos directivos y gestores de las empresas, su actuación se alineará con los intereses de los accionistas y todos saldrán ganando”., pero esto ayudo a que las Opciones sobre acciones empezaran a perder su sentido original por culpa de la ligereza con que se daban. A medida que más directivos acumulaban considerables participaciones individuales en opciones, la rentabilidad pasó a segundo plano y la prioridad fue inflar el valor de las acciones.

Telefónica, durante su privatización implemento este tipo de planes, los 100 primeros directivos de la compañía, incluido su Presidente, se beneficiaron del primer plan de este tipo. Con un trato fiscal adecuado, quedaron libres de impuestos los primeros 3.005 euros del importe de las opciones entregadas, el 30% de los rendimientos obtenidos con esas opciones también estaba exento.

Sin embargo, este proceso se vio empañado debido a que mientras sus 100 primeros directivos se disponían a beneficiarse de los beneficios, se inició un plan de reducción de la nómina y se anunció que no habría reparto de dividendos, con el consiguiente malestar entre empleados y accionistas. La polémica que se desató en el campo político obligó al

Gobierno a enmendar la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos para dar más transparencia a este tipo de retribuciones a directivos.

De esta manera desde enero del año 2000, existe una ley para las sociedades anónimas, mediante la cual se les obliga a incluir en sus estatutos los programas de opciones sobre acciones de sus directivos y empleados e informar sobre ellos a la Junta General de Accionistas y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Además se introdujo un cambio fiscal sustantivo: la exención del 30% de los rendimientos anuales de las stock options quedó limitado a los primeros 15.000 euros. El resto de los beneficios perdió las desgravaciones.

Esta reforma minimizó los estímulos fiscales para los altos directivos, ya que las opciones que reciben superan con creces los límites desgravables. Desde entonces, muchas empresas españolas han mantenido sus planes para altos directivos a la espera de recuperar los incentivos iniciales. Si prospera la reforma fiscal proyectada por el Gobierno, las opciones sobre acciones mejorarán considerablemente sus obligaciones tributarias, pero sólo en caso de que éstas se den a todos los empleados y en proporción a su antigüedad.

En la actualidad cursa un anteproyecto de reforma, en el cual las opciones sobre acciones que se entreguen a cada empleado estarán exentas en un importe de hasta 12.000 euros anuales –hasta ahora este límite se reducía a 3.005 euros– y además, eleva desde el 30% hasta el 40% la reducción en la base imponible correspondiente a los rendimientos irregulares del trabajo aplicable a las stock options, independientemente de la cantidad que se reciba. Una mejora considerable que, no obstante perjudica a los altos ejecutivos ya que, si el plan de opciones solo se plantea en exclusiva para ellos, la exención del 40% sólo podrá aplicarse a los primeros 18.030 euros procedentes de los beneficios de las opciones.⁵

En conjunto, el nuevo impuesto sobre la renta regula un importante paquete de desgravaciones para estos planes, pero sólo se podrá aplicar cuando el plan de opciones sobre acciones se ofrezca al total de empleados y su reparto sea proporcional a la antigüedad de los empleados y no a su categoría o su nivel salarial. Un aspecto que, dada la creciente renovación de las directivas de las empresas, deja casi al final de la lista a los directivos, generalmente más modernos que el resto de los trabajadores. La reforma acaba, además, con la libertad de las empresas para asignar opciones a los empleados que deseen y en la proporción que le parezca oportuna.

Es evidente entonces el interés de España por fomentar la utilización de este tipo de planes, dentro de una normatividad adecuada que regule y propenda por la no discriminación de los trabajadores en los distintos niveles organizacionales y sea adecuada a las necesidades del país.

⁵ ATARÉS, M.L. Stock Options, sí, pero para todos. España.

2.1.3 CHILE

La propiedad empresarial de los trabajadores en Chile, cuya tradición arranca a principios de siglo con las llamadas Mancomunales Obreras—asociaciones de beneficios mutuos que generaban pequeñas empresas de abastecimiento, cooperativas de vivienda, periódicos, etc. —adquiere relevancia a partir de fines de los años 60.

En el período 1968-1970 surgen algunas experiencias cooperativas, a partir de empresas pequeñas en las cuales los trabajadores asumen el control, en momentos de falencia económica. Algunas de estas experiencias permanecen en la actualidad.

El acercamiento masivo de los trabajadores a la propiedad de sus empresas, sin embargo, se produce conjuntamente con los generalizados cambios de propiedad de las mismas que ocurren en Chile hacia fines del gobierno del Presidente Frei (1964-1970), durante el gobierno del Presidente Allende (1970-1973) y también durante la dictadura del General Pinochet (1973-1989).

El proceso de privatización llevado a cabo entre 1974 y 1980, ha sido denominado la “primera ronda de privatizaciones”, para distinguirlo de la “segunda ronda” que tuvo lugar a partir de 1985 y que fue la más relevante.

Entre 1973 y 1983, el número de empresas estatales o administradas por el Estado se redujo de 596 a 48. Las empresas privatizadas fueron, principalmente, las industrias e instituciones financieras que habían sido nacionalizadas anteriormente. Durante esta “primera ronda” la mayor parte de las empresas privatizadas pasaron a manos de algunos grupos financieros que se desarrollaron aceleradamente en ese período. Durante esta “primera ronda” de privatizaciones, la propiedad de los trabajadores jugó un papel menor.

De los cientos de empresas privatizadas por el gobierno, sólo 16 fueron adquiridas por sus trabajadores, estas empresas, todas ellas pequeñas, habían sido nacionalizadas, por el Gobierno del Presidente Allende a instancias de sus trabajadores. Los trabajadores compraron dichas empresas con el apoyo de instituciones relacionadas con las Iglesias, la mayor parte de ellas entraron en falencia posteriormente, al menos un caso de estos registra una experiencia exitosa: Metalgas, empresa dedicada a la fabricación y comercialización de cocinas, calentadores y otros artefactos para el hogar. Tiene alrededor del 5%-6% del mercado nacional, en su ramo.

Esta empresa se mantiene hasta hoy bajo la propiedad de sus trabajadores, tras casi treinta años de desarrollo. Todos los trabajadores de Metalgas que tengan más de dos años de antigüedad en la empresa, tienen la opción de participar como accionistas de la Sociedad Metalúrgica de Trabajadores Libertad S. A., esta sociedad, es la propietaria del 90% de Metalgas.

A partir de 1985, el gobierno inicia un nuevo y ambicioso programa de privatizaciones: la “Segunda ronda” de privatizaciones, en la cual cobro gran importancia la entrega de parte de la propiedad de las empresas privatizadas, a sus trabajadores. Dicho proceso fue denominado por el gobierno militar “Capitalismo Laboral”. Durante ella, no sólo se traspasaron a manos privadas, nuevamente, las empresas re-estatizadas durante la crisis de 1982, también se privatizaron casi todas las principales “empresas estatales creadas

por ley” entre éstas se cuentan las grandes empresas eléctricas, de transporte, acero, telecomunicaciones, agroindustria, en esta “Segunda Ronda”, la principal excepción fueron las grandes empresas del cobre, las que permanecen hasta hoy día como empresas estatales.

Durante la “Segunda Ronda” de privatizaciones, parte de las acciones de las empresas afectadas se vendió directamente en la Bolsa de Comercio, en porcentajes controladores en algunos casos. Otra parte se licitó o se vendió en forma directa. Los trabajadores participaron prácticamente en todas las privatizaciones, como parte de una política gubernamental. En algunas empresas menores, en el sector eléctrico e informático, los trabajadores adquirieron el 100% de la propiedad, en venta directa. En las empresas mayores lograron obtener entre un 5 a 10% de la propiedad de las mismas.

Las condiciones de compra ofrecidas a los trabajadores fueron muy generosas. Los precios de las acciones fueron, por lo general, inferiores al valor de mercado y las condiciones de pago tales, que en la práctica no pagaron nada por ellas. Para financiar la compra, se anticipó a los trabajadores hasta el 50% de sus fondos de indemnización, con la finalidad de adquirir acciones. Un incentivo especial fue entregar en dinero efectivo un 20% de este monto. Se garantizó, asimismo, que el valor de la indemnización sería respetado, si las acciones adquiridas de precio tenían un precio menor al momento de retirarse el trabajador. Es decir, los trabajadores recibieron las acciones sin tener que poner dinero y sin ningún tipo de riesgo. Con el incentivo adicional de recibir en dinero un 10% de sus fondos de indemnización. El valor de las acciones se incrementó en varias veces, en pocos años, por lo que el beneficio económico recibido por los trabajadores que recibieron acciones fue interesante.

Existen, sin embargo, antecedentes que señalan que, con pocas excepciones, los trabajadores que recibieron acciones las han vendido en su mayor parte, a estas alturas, el número de trabajadores accionistas había caído a la mitad, entre 1987 y 1991, en la Empresa Nacional de Electricidad, ENDESA, la mayor de las empresas privatizadas, su participación en la propiedad había bajado del 6% al 2.3%, en el mismo período.

Soquimich, el principal productor mundial de salitre natural y yodo, en 1986 llegó a tener 4.796 trabajadores accionistas, prácticamente el 100% de la dotación de la empresa en ese momento. A mayo de 1995, prácticamente no habían trabajadores que fueran accionistas directos de la empresa.

La Compañía de Aceros del Pacífico, CAP, constituyó una de las privatizaciones donde los trabajadores alcanzaron el mayor grado de control accionario, con un 36%, tres directores y 5.121 trabajadores accionistas a diciembre de 1988. En la actualidad los trabajadores que mantienen acciones de CAP serían muy escasos.

Parece claro, entonces, que al menos en los casos más masivos de participación de los trabajadores en la propiedad de sus empresas, con ocasión de la privatización de las mismas, ésta se ha reducido a una mínima expresión al cabo de pocos años, caso contrario ocurrió con los Ejecutivos que participaron en el proceso privatizador. A diferencia de los trabajadores que recibieron sus acciones en forma individual, los ejecutivos organizaron sociedades de inversión para adquirir y mantener paquetes más importantes de acciones, una vez más queda evidenciado que sin una legislación clara y

fuerte al respecto la implementación de estos planes de propiedad pueden desviar su objetivo económico y social.⁶

2.1.4 OTROS PAISES

Políticas similares a las descritas en el caso chileno se han seguido en procesos privatizadores de otros países Latinoamericanos. En Argentina, que ha venido desarrollando un audaz programa de privatización de empresas públicas, se ha vendido inicialmente a los trabajadores de las mismas alrededor de un 10% de la propiedad de éstas.

Otro tanto ha ocurrido en México donde, por ejemplo, el 25% de Aeroméxico ha quedado inicialmente en manos de sus trabajadores. Lo mismo puede apreciarse en muchos países en desarrollo, en otras regiones del mundo. En la mayoría de estos casos, el objetivo principal aunque no siempre explícito, ha sido, como en el caso chileno, la utilización de la propiedad de trabajadores como un instrumento para atenuar la resistencia laboral y política a los procesos privatizadores. De esta forma los planes de traspaso de propiedad accionaria a los trabajadores no se han preocupado mayormente de aspectos tales como estimular la perdurabilidad en el tiempo de la misma o el evitar su concentración en manos de los ejecutivos.

Un caso que se distingue de lo anterior es el de Jamaica, país que aprobó, en Abril de 1995, lo que, de acuerdo a los expertos de quienes se han obtenido estos antecedentes, constituye una de las legislaciones más modernas y completas del mundo, para estimular la propiedad de trabajadores.

Dicha legislación, basada en el modelo estadounidense de los ESOPs, está orientada principalmente hacia el sector privado, aunque no deja de lado su uso potencial para privatizar empresas estatales. La ley estimula la participación de los trabajadores de varias maneras. Pueden comprar acciones ellos descontándolas de sus propios impuestos o la compañía puede comprarlas por ellos, con facilidades dadas mediante varios mecanismos. Se ofrecen diversos incentivos tributarios a las empresas que establecen ESOPs. Por ejemplo, si la compañía presta dinero a sus trabajadores para compra de acciones a un interés menor que el mercado, puede luego descontar de impuestos anualmente el equivalente a la amortización del préstamo. Si los trabajadores participan en la dirección el plazo de amortización para efectos de descontarlo de impuestos, puede reducirse a dos años. Si la fuente de los recursos es un préstamo externo, la compañía puede deducir de impuestos un 25% de las amortizaciones del mismo y un 100% de los intereses. Si una empresa hace donaciones a sus trabajadores para adquirir acciones de ella misma, esa compañía puede deducir de sus impuestos el 100% de la donación. Si pide un préstamo externo para hacer la donación, puede deducir el 100% tanto de las amortizaciones como de los intereses de dicho préstamo. Finalmente, el ESOP mismo puede pedir dinero prestado para comprar acciones, con garantía dada por la empresa, al igual que en el sistema Estadounidense.

En todos los casos, las acciones se mantienen en un fondo fiduciario (trust) en beneficio exclusivo de sus participantes. Las reglas de asignación y adquisición gradual de

⁶ RIESCO, Manuel. Investigación: ¿La Propiedad? ¡Todo el Poder a los Trabajadores!. Chile 1997.

derechos individuales plenos sobre las acciones (vesting), son similares a las estadounidenses. El énfasis de la ley consiste en estimular la propiedad accionaria laboral de largo plazo, lo que se expresa en una serie de estímulos a ello, pero existen también provisiones que permiten a los empleados vender parte de sus acciones, hasta un cierto límite, a partir del tercer año y obligan a la compañía a recomprarlas. De esta manera, el ESOP Jamaicano se visualiza como un fondo de retiro al mismo tiempo que un mecanismo de ahorro. Los dividendos percibidos por los trabajadores accionistas están libres de impuestos. Existe también una opción que permite, al cabo de tres años, diversificar hasta el 50% de las acciones en otros instrumentos financieros.

La ley es altamente participativa y las acciones del ESOP tienen plenos derechos, debiendo los administradores del fondo fiduciario (trustees) votar según las instrucciones de los trabajadores. Un directorio de al menos tres administradores dirige el plan, siendo elegidos uno por los empleados, otro por la empresa y el tercero de común acuerdo. Las acciones pueden ser vendidas a otros trabajadores de la empresa, luego de adquiridos los derechos individuales plenos, previa aprobación de los administradores del plan.

Pueden participar en el plan empleados de jornada parcial, temporales y aún personas externas a la empresa que “mantienen una relación económica significativa” con ella, por ejemplo, proveedores.

El principal objetivo de la ley es promover una distribución más equitativa del ingreso, además de desarrollar el mercado accionario. La ley ha sido apoyada por los sindicatos, quienes han decidido incorporar la demanda de conformar ESOPs en sus próximas negociaciones colectivas. El programa ESOP Jamaicano recibió el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El éxito de esta legislación todavía está por verse, probablemente la mayor parte de sus efectos, constituirán un aporte significativo a la promoción de la propiedad de trabajadores, en ese país y probablemente en otros. ⁷

2.2 OTRAS FORMAS DE PROPIEDAD DE LOS EMPLEADOS

2.2.1 Fondos de Pensiones. La forma principal de propiedad de trabajadores desde el punto de vista cuantitativo, la constituye la propiedad accionaria de los fondos de pensiones. Esta alcanza en la actualidad alrededor de una decena de millones de millones. Posee alrededor de un tercio del valor accionario transado en bolsa en los EE.UU. y Gran Bretaña y crece muy rápidamente con las reformas de los sistemas de fondos de pensiones en muchos países del mundo.

Mientras la gran mayoría de estos fondos son mantenidos en los EE.UU. y Gran Bretaña, hay también carteras significativas en otros países europeos como Holanda, Bélgica, Irlanda, entre otros. También existen carteras importantes en países de la región Asia-Pacífico como Japón y Singapur, Australia y Nueva Zelanda, entre otros. Entre los países Latinoamericanos destacan Chile, Argentina, México, Perú, Colombia y un número creciente de otros países.

⁷ RIESCO, Manuel. Investigación: ¿La Propiedad? ¡Todo el Poder a los Trabajadores!. Chile 1997.

Los dos mayores fondos de pensiones del mundo, TIAA-CREF (the Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund) y el CALPERS (California Public Employees Retirement System), ambos en los EE.UU., tienen activos de 140 mil y 100 mil millones de dólares, respectivamente. Ambos superan con creces los activos de las familias más ricas de ese país.

Similarmente, en Gran Bretaña se han establecido fondos de inversión a los cuales los empleados y empleadores contribuyen con un porcentaje del salario, junto a las cotizaciones al Seguro Nacional para una pensión estatal básica. Los fondos son invertidos luego en bonos de empresas y del gobierno y otros activos financieros.

Aunque parece una simplificación del concepto de propiedad en realidad los verdaderos propietarios de los Fondos de Pensiones se puede decir son sus controladores o administradores. Los accionistas cumplen un papel similar a quienes adquieren bonos de las empresas, es decir, aportan recursos financieros a las mismas a cambio de una ganancia, sin incidir en la gestión de las mismas. Alrededor del 80% de los activos totales de los fondos de pensiones en EE.UU. y Gran Bretaña son controlados o “administrados” por un pequeño grupo de bancos y compañías de seguros de los EE.UU., Gran Bretaña y Suiza. En los EE.UU.: Morgan Guaranty, Bankers Trust, Citibank, Mellon Bank y Harris Trust y Savings Bank, dominan la administración de fondos de pensiones, mientras en Gran Bretaña los cinco grandes son: Mercury Asset Management, Phillips and Drew Fund Management, Schroder Investment Management, BSW Barclays Bank and Prudential Portfolio Management.

2.2.2 Cooperativas. Se hace necesario mencionar formas de propiedad de trabajadores tales como las cooperativas, cuya existencia se remonta a mucho tiempo, pero que en el curso de los años recientes han adquirido un desarrollo de cierta importancia. Es así como las Cooperativas Mondragón, de España, por ejemplo, se ha convertido en uno de los principales grupos empresariales de este país.

Las Cooperativas Mondragón, del País Vasco, constituyen uno de los casos más exitosos en el mundo de experiencias de propiedad de trabajadores. El grupo Mondragón comprende más de 100 cooperativas, hoy es uno de los doce mayores grupos empresariales de España, dando trabajo a más de 26.000 personas.

En 1984 el patrimonio de Mondragón alcanzó los 8.9 mil millones de dólares, con ganancias consolidadas de más de 270 millones de dólares. El grupo comprende 80 cooperativas industriales, una de crédito, dos de distribución y tres agrícolas. También hay 5 centros de estudio, 4 universitarios y una secundaria politécnica; 3 centros de investigación y 6 cooperativas de servicios tales como aseo, consultoría, seguridad social, diseño y seguros. En España, Mondragón es líder en prácticamente todos los sectores en que opera: artefactos domésticos, componentes automotrices, máquinas herramientas, controles numéricos computacionales, estructuras para la construcción.

Sus ventas tienen una elevada proporción exportable, de hasta un 60% en algunos productos. Sus exportaciones se dirigen principalmente a los países de la Unión Europea, no obstante también son importantes los mercados de EE.UU., China y América Latina. En este terreno su estrategia de internacionalización ha aprovechado las facilidades para la inversión en el extranjero. De esta manera se han instalado, por ejemplo, en

Marruecos, con una fábrica de refrigeradores, en México y Holanda con artefactos domésticos, en Tailandia semi-conductores, en el Reino Unido ensamble y mantenimiento de elevadores, Francia servicios de informática y China construcción de vagones.

Las empresas son administradas democráticamente sobre la base de un trabajador un voto. Están divididas en tres grupos: financiero, industrial y comercial. Cada uno de ellos opera independientemente pero con objetivos y estrategias en común.

2.2.3 Propiedad de Trabajadores como instrumento a las privatizaciones. La propiedad de trabajadores ha sido instrumental en el arrollador proceso de privatización de empresas estatales que se ha llevado a cabo, durante los últimos años, desde Chile hasta Rusia. La mayoría de los países que han llevado adelante programas masivos de privatización han utilizado la propiedad de trabajadores, principalmente como un medio para neutralizar la fuerte oposición que dichos procesos han encontrado de parte de los trabajadores de las empresas afectadas.

Como resultado de este proceso, los trabajadores han adquirido, en algunos casos, transitoriamente, niveles muy elevados de propiedad de sus empresas.

Es así como en Rusia, por ejemplo, el 91% de las empresas privatizadas son de propiedad mayoritaria de sus trabajadores y ejecutivos, los que tienen una porción minoritaria del 9% restante.

En China se aprobó en diciembre de 1997, un plan de privatización masiva de empresas estatales mediante el cual la mayor parte de las mismas, aquellas denominadas pequeñas y medianas, fueron traspasadas a formas de propiedad entre las cuales la propiedad de los trabajadores fue una de las más importantes.

Rápidamente sin embargo, se ha verificado que los trabajadores pierden su propiedad sobre las empresas privatizadas y al cabo de pocos años estas quedan en poder de grupos capitalistas, los que algunas veces corresponden a los ex-ejecutivos de las mismas empresas.

2.3 ESTUDIOS REALIZADOS

El estudio más grande y más significativo hasta la fecha del funcionamiento de los planes de la propiedad común de empleado (ESOPs) en compañías, fue realizado por: Douglas Kruse y José Blasi, prominentes investigadores en el campo de la propiedad del empleado, y quienes han trabajado previamente con el NCEO en estudios de ESOPs y opciones comunes.

En este estudio, Kruse y Blasi obtuvieron de Bradstreet archivos de compañías de ESOP que habían adoptado planes entre 1988 y 1994. Confrontaron estas compañías ESOP con compañías no-ESOP similares en tamaño, industria, y región. Buscaron de estas compañías los datos de ventas y empleo por un período de tres años antes del comienzo del plan y tres años después. Los datos de crecimiento de ventas y de empleo fueron comparados por año para cada una de las compañías que conformaban cada grupo.

Este estudio arroja resultados muy interesantes entre los cuales se encuentran: las ventas, el empleo, y la productividad crecieron más rápidamente en las compañías después de que implementaban un plan ESOP. Estas compañías presentaron más probabilidades de sobrevivir en el largo plazo. Y finalmente la mayoría de las compañías de ESOP habían establecido algún plan que beneficia a los empleados al momento de su retiro.⁸

A continuación se muestra una tabla que presenta los resultados obtenidos por el estudio en cuanto a mejora en ventas y empleo de las empresas durante el post- ESOP.

Cuadro No. 3: Diferencia en Post –ESOP frente a Pre-ESOP

Crecimiento anual de las ventas	+2.4%
Crecimiento anual del empleo	+2.3%
Crecimiento anual en ventas por empleado	+2.3%

Fuente: www.nceo.org

Otros estudios:

- En 2003, la Fundación de la Propiedad del Empleado realizó la doceava encuesta anual económica. Encontrando que aproximadamente el 80% de la compañías ESOP encuestadas habían superado los siguientes tres índices: el Promedio Industrial del Dow Jones, el compuesto del Nasdaq, y S&P 500. Otro 8% superaron por lo menos un índice. Además, un 88% de compañías divulgaron que la puesta en práctica de un plan ESOP era una buena estrategia para la compañía, mientras que casi dos tercios indicó que su puesta en práctica había mejorado la productividad total. Este examen fue conducido en el verano 2003 entre los miembros corporativos de la asociación de ESOP.
- El departamento de estado de la comunidad de Washington investigó acerca del desarrollo comercial y económico de 100 compañías públicas no negociables ESOP comparadas a 500 compañías públicas no negociables no-ESOP el cual demostró que las compañías de ESOP pagaron mejores ventajas, tenían dos veces la renta de retiro para los empleados y salarios más altos que sus contrapartes de no-ESOP. Este estudio recibe el nombre de: Consecuencias de la abundancia y de la renta de la propiedad del empleado: Un estudio comparativo del estado de Washington, Kardas, Peter A., Scharf, Adria L., Keogh, Jim, noviembre de 1998.
- En 1995, el departamento de trabajo de E.E.U.U. lanzó un estudio llamado Las vueltas financieras y no financieras en las prácticas innovadoras del lugar de trabajo: Una Revisión Crítica." Este informe mostraba que las compañías que buscan la participación de los trabajadores, dando a los empleados acciones de la compañía,

⁸ www.nceo.org

afectaban positivamente los fondos de las Corporaciones Americanas. Además, el informe citó tres estudios que analizaban "la reacción del mercado a los avisos de ESOPs, los cuales encontraron reacciones positivamente significativas hacia las firmas que pusieron ESOPs en ejecución como parte de un plan para conceder ventajas más amplias a los empleados." Los tres estudios son: "Planes de la propiedad común de empleado y abundancia del accionista: Una Investigación Empírica", 1990, Chang; "Propiedad común de empleado y control corporativo", 1994, Dhillon y Ramirez y "ESOPs y control corporativo", 1990, Gordon.

3. SITUACIÓN NACIONAL

3.1 NORMATIVIDAD

Desde tiempo atrás los encargados de las leyes Colombianas han dado cabida al concepto de Participación del trabajador.

En 1948 el Presidente Mariano Ospina Pérez expidió el Decreto No. 2474 del 19 de Julio (ver anexo No.2) por el cual se fijó la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas, con el fin de combatir el desequilibrio en los ingresos de los distintos grupos económicos y armonizar los intereses del capital y del trabajo garantizando una equitativa participación del trabajador en las utilidades de la empresa a fin de que el trabajador gozara de un estímulo por su mayor esfuerzo y eficacia, así como para que recibiera una compensación por el mayor costo de vida.

En este Decreto se establecieron los casos en que los trabajadores tendrían derecho a participar en las utilidades de la empresa, las cuotas y los porcentajes de participación, así como la correspondiente forma de pago.

El anterior Decreto recibió varias modificaciones y a su vez estos nuevos decretos también (ver anexo No.3).

- Decreto No. 3871 de Diciembre 6 de 1949, por el cual se creó el salario mínimo, se creó la prima de servicio, se modificó el Decreto 2474 de 1948 y se dictaron otras disposiciones.
- Decreto 70 de 1950, por el cual se modificó y adicionó el Decreto 3871 de 1949, por el cual se fijó el salario mínimo, se creó la prima de beneficio, se modificó el Decreto 2474/48 y se dictaron otras disposiciones.
- Decreto 71 de 1950 por el cual se reglamentaron los decretos extraordinarios 3871/49 y 70 de 1950, que fijaron el salario mínimo y crearon la prima de beneficio, modificándose el Decreto 2474/48.

Posteriormente en el año 1950, el Decreto 247 de 1948 reglamentó la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas, mediante el Decreto 260 de 1950 (ver anexo No.4), donde se hizo hincapié en la distribución de las utilidades entre los trabajadores y señaló las empresas sobre las cuales recaía esta obligación.

Así mismo en el Congreso han cursado varias propuestas de reforma con el propósito de favorecer la participación del trabajador, entre las más destacadas tenemos:

En agosto de 1959, el gobierno nacional por intermedio del Ministerio de Trabajo integró una comisión para introducirle reformas al Código Sustantivo del Trabajo. La Comisión presentó el proyecto pero el gobierno consideró necesarias otras reformas en materias esenciales.

La reforma proponía actualizar el Código Sustantivo del Trabajo, dando ella un paso de avanzada al dar un carácter socio económico del Trabajo. Entre los aspectos de mayor importancia contemplados en el proyecto figuraba el establecimiento de un cuerpo de normas relativas a la participación de los empleados en las utilidades de las empresas en las cuales prestan sus servicios. El porcentaje en un principio había sido consignado en las legislaciones anteriores, pero por razones de diversa índole se había aplazado su aplicación. La reforma quería consignarlo nuevamente.

Con respecto al tema de la participación, en el año de 1961 en el Congreso de la República un proyecto de ley que en el art. 7º. De las disposiciones finales, Capítulo Único, art. 168, trata de la coparticipación laboral.

En 1962 se presentó ante el Congreso el proyecto de ley No. 5º, por el cual se estableció la copropiedad y la coparticipación de beneficios de los trabajadores en determinadas empresas, mediante acciones de trabajo en pago de cesantías.

En 1979 se presentó ante el Congreso el proyecto de ley No. 26 por medio del cual se ordenaba la cogestión de los trabajadores en la dirección de la empresa, con base en una participación en las utilidades de la misma, por parte del representante Gilberto Salazar Ramírez, proyecto que no hizo tránsito en el Congreso.

En 1985 el Doctor Jorge Gechem Turbay, presentó el proyecto de ley No. 194 por el cual se establecía la participación de utilidades a favor de los trabajadores.

En 1991 en nuestra nueva Constitución Política de Colombia, se contempló el fenómeno de la participación en el artículo 57 donde dice taxativamente: "La ley podrá establecer los estímulos y los medios para que los trabajadores participen en la gestión de las empresas".

El art. 60 de la Constitución Política en el párrafo 2º. Dice:

"...Cuando el Estado enajene su participación en una empresa, tomará las medidas conducentes a democratizar la titularidad de sus acciones, y ofrecerá a sus trabajadores, a las organizaciones solidarias y de trabajadores, condiciones especiales para acceder a dicha propiedad accionaria. La ley reglamentará la materia".⁹

La Ley 226 del 10 de diciembre de 1995, por medio de la cual se desarrolló el artículo 60 de la Constitución Política, incluyó dentro de los bienes a los cuales se les aplican los criterios y procesos de democratización, los bonos obligatoriamente convertibles en acciones, precisando los conceptos de democratización, preferencia, protección del patrimonio público y de continuidad del servicio, inherentes en la norma constitucional, y

⁹ CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA. 1991. Pág. 19.

el procedimiento de enajenación para hacer efectivo el derecho consagrado. (Ver anexo No.5).

“La llamada democratización de la propiedad, introducida por el legislador en la Constitución de 1991, se limita simplemente a generar acciones preferenciales a ciertos agentes económicos como lo son los trabajadores, sus sindicatos y las llamadas organizaciones solidarias, a fin de vincularlos a la estructura capitalista de la propiedad, creando mecanismos de financiación que propendan por la adquisición de la propiedad accionaria del Estado, por parte de éstos, garantizándoles la libre concurrencia en la adquisición de las acciones procurando así evitar concentraciones oligopólicas”.¹⁰

Como se muestra en esta sección, en varias ocasiones nuestro país ha legislado sobre el tema de la participación de los trabajadores a través de la cogestión, la participación en las utilidades, la coparticipación y la copropiedad. Siendo esta última la de nuestro interés en particular, encontramos que pese a que se ha sentado legalmente una base fuerte como el artículo 60 de la Constitución de 1991 y su respectiva ley reglamentaria, la puesta en práctica ha sido casi nula y por tanto la participación democrática de los trabajadores en la propiedad de las empresas no se ha desarrollado, al mismo tiempo lo poco que hasta el momento se ha avanzado en materia legal ha carecido de un proceso pedagógico que promueva los beneficios de la democratización de la propiedad y ayude a superar los grandes obstáculos culturales existentes entre trabajadores y propietarios que impiden que los primeros se visualicen no solo como vendedores de su fuerza laboral sino como creadores de riqueza.

3.2 PROCESO DE PRIVATIZACIÓN COLOMBIANO

Es importante analizar el proceso de privatización desarrollado en Colombia, con el fin de encontrar si este ha contribuido en parte a la democratización de la propiedad.

En los procesos de privatización en Colombia se contraponen dos lógicas de la política pública: sanear las finanzas públicas a través de la venta de activos y la posibilidad de utilizar las privatizaciones para contribuir a la democratización de la propiedad.

Las privatizaciones fueron impulsadas decididamente cuando el país aún no contaba con reglas claras que garantizaran procedimientos transparentes, esto hace considerar las primeras grandes ventas de empresas estatales como un fin en sí mismo. Posteriormente fueron presentados distintos argumentos entre los que estuvo siempre presente consideraciones de generación de recursos para cubrir el déficit fiscal. Los resultados de las privatizaciones muestran estas operaciones principalmente como una fuente de recursos para el Estado, que ha contribuido a disminuir el déficit fiscal de la Nación. Los ingresos obtenidos por estas operaciones se comenzaron a percibir a partir de 1994, año en el que se realizó la privatización del Banco de Colombia, la más importante realizada hasta esa fecha. ¹¹

¹⁰ OGLIASTRI, Marcela. Democratización de la Propiedad Accionaria del Estado. Bucaramanga, 1997.

¹¹ FOGAFIN. Revista Apuntes Fiscales. Balance de Gestión 1998-2002.

Dentro de la normatividad establecida para adelantar este tipo de procesos se encuentra obviamente la Ley 226 de 1995. Esta ley se aplica a la enajenación total o parcial a favor de particulares, de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, de propiedad del Estado y, y en general, a su participación en el capital social de cualquier empresa. La titularidad de la participación estatal está determinada bien por el hecho de que las acciones o participaciones sociales estén en cabeza de los órganos públicos o de las personas jurídicas de la cuál éstos hagan parte, o bien porque fueron adquiridas con recursos públicos o del Tesoro Público.

En el artículo 30 de la citada ley, establece los destinatarios de “condiciones especiales” en dichos procesos de enajenación: Los trabajadores activos y pensionados de la entidad objeto de privatización y de las entidades donde esta última tenga participación mayoritaria; los extrabajadores de la entidad objeto de la privatización y de las entidades donde ésta última tenga participación mayoritaria siempre y cuando no hayan sido desvinculados con justa causa por parte del patrono; las asociaciones de empleados o exempleados de la entidad que se privatiza; 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 pensiones y las entidades cooperativas definidas por la legislación cooperativa.¹²

La participación del sector solidario en la adquisición de la propiedad privatizada ha sido escasa, con la excepción de Termo-Cartagena y Termo-Tasajero donde su vinculación fue significativa. Allí contribuyó significativamente el pequeño valor de las hidroeléctricas, que las colocó a su alcance 87,2% de participación en Termo -Cartagena y 56,7% en Cerromatoso. En los casos de EPSA y Cerromatoso, la mayoría de los trabajadores de estas empresas se convirtieron en nuevos accionistas, pero con una participación accionaria poco significativa.

Se considera que no sea logrado una amplia participación del sector solidario debido a: i) la falta de antecedentes de operaciones de esta naturaleza en el país, que brinde confianza a estas inversiones; ii) el bajo interés de las entidades del sector solidario en inversiones de alto riesgo; iii) la baja liquidez de la inversión; iv) el desarrollo incipiente del mercado de capitales local; v) la falta de capacitación empresarial del sector solidario; y vi) la falta de capacidad financiera de la mayor parte del sector.

¹² TEZNA, Cesar Augusto. AMÉZQUITA, Luis Eduardo. Evaluación Del Desempeño de la Empresas Privatizadas. Universidad ICESI. Cali, 2002.

Cuadro No.4: Participación del Sector Solidario en los Procesos de Privatización

PROCESO	% DE PARTICIPACIÓN
Banco Popular	0.0040%
Chivor	0.0060%
Betania	0.0125%
Termocartagena	87.2%
Termotasajero	56.7%
EPSA	0.33%
Promigas	1.5%
Gas Natural	10.3%
Invercolsa	20.77%
Cerromatos	1.1%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Experiencias como la capitalización de ISA, muestran que la democratización de la propiedad estatal sí es posible. Las capitalizaciones de ISA le permitieron a la entidad obtener recursos por \$101.000 millones en el 2001 y \$127.000 millones, con una respuesta masiva de los colombianos a la convocatoria de los procesos de capitalización, de tal manera que el 25% de la propiedad de ISA está hoy en manos de pequeños inversionista.

ISA comenzó su proceso de capitalización en el año de 1999, bajo un plan denominado "ISA ACCIONES PARA TODOS" en el cual ofreció 115 millones de acciones equivalentes a \$101.200 millones. De las cuales fueron demandadas 146.7 millones de acciones, es decir que hubo una sobredemanda del 29%, equivalente a \$129.046 millones. De esta forma ISA logró convertirse en la primera empresa de servicios públicos inscrita en la Bolsa de Valores y la empresa que tiene el mayor número de accionistas en el país: más de 61.00013 colombianos son dueños de la compañía. ¹⁴

Pero de manera general en Colombia las privatizaciones no han contribuido a avanzar en la consecución de la democracia económica. Las condiciones favorables para la participación de trabajadores y del sector solidario no han sido exitosas en la práctica, pues en el mejor de los casos se ha limitado a un simple formalismo que no supera las dificultades impuestas por la realidad económica y social.

3.3 LA SOCIEDAD ANÓNIMA EN COLOMBIA

La sociedad anónima se ha convertido en el soporte jurídico del sistema capitalista y en punto de desarrollo en casi todos los países del mundo, incluyendo Japón y los Estados Unidos donde no existe empresa importante de fabricación, distribución o prestación de

¹³ Tomado de Informe anual ISA 2001

¹⁴ CHAVARRO, Claudia Marcela. DIAZ, Mónica Alejandra. Estudio de Empresas Privatizadas y Empresas No Privatizadas. Universidad ICESI. Cali, 2003.

servicios que no este constituida como una organización social anónima, ya que les permite recoger el ahorro público, a través de acciones, para formar grandes fondos sociales, sin perder el control de la sociedad.

Nuestro país no es la excepción, y es así como desde el siglo pasado surgieron las primeras sociedades de este tipo, que permitieron el control de la economía y por supuesto la consolidación de los monopolios industriales y financieros, donde no existe un solo conglomerado económico, que no este constituido con Sociedades Anónimas.

En el Código de Comercio Colombiano no esta definido este tipo de sociedad comercial, pero se destacan los atributos sobresalientes de esta:

Artículo 373: La sociedad anónima se formará por la reunión de un fondo social suministrado por accionistas que limitan su responsabilidad al monto de sus aportes: será administrada por gestores temporales y revocables y tendrá una denominación seguida de las palabras "Sociedad anónima" o de las letras "S.A.". Si la sociedad se forma, se inscribe o se anuncia sin dicha especificación, los administradores responderán solidariamente de las operaciones sociales que se celebren.

Artículo 374: La sociedad anónima no podrá constituirse o funcionar con menos de cinco accionistas.

Artículo 375: El capital de la sociedad anónima se dividirá en acciones de igual valor que se representarán en títulos negociables.

Artículo 376: Al constituirse la sociedad deberá suscribirse no menos del cincuenta por ciento del capital autorizado y pagarse no menos de la tercera parte del valor de cada acción de capital que se suscriba.

Al darse a conocer el capital autorizado se deberá indicar, a la vez, la cifra del capital suscrito y la del pagado.

La dirección y administración de la sociedad anónima esta en manos de los siguientes organismos, de acuerdo al Código de Comercio Colombiano:

Asamblea general de accionistas: La asamblea general la integran los accionistas que sesionan con el quórum y en las condiciones previstas en los estatutos.¹⁵

Junta Directiva: El número de integrantes de ese cuerpo debe estar señalado en los estatutos, teniendo en cuenta que no han de ser menos de tres, cada uno con su respectivo suplente. Éstos pueden ser personales o numéricos: pero a falta de estipulación expresa en contrario, los suplentes serán numéricos, caso en el cual pueden reemplazar a los miembros principales elegidos en la misma lista. Las funciones de este órgano no aparecen precisadas en la ley, por lo cual esa puntualización la hace la voluntad social condensada en los estatutos.¹⁶

Representante legal: Es el órgano con proyección externa (llámese presidente, gerente o director general o simplemente gerente) por cuanto sólo a él incumbe la representación

¹⁵ C. de Co. Art.419.

¹⁶ C. de Co. Art.434.

legal de la compañía. Esta sometido a la supremacía jerárquica de la asamblea general de accionistas y de la junta directiva.¹⁷

¹⁷ C. de Co. Art.440.

4. MODELO PROPUESTO

Muchas razones impulsan la decisión de establecer empresas basadas en un modelo empleado propietario. Sin embargo, el objetivo fundamental de la mayoría de los propietarios y ejecutivos de la compañía que adoptan dicho modelo es dar a los empleados un interés financiero y psicológico en el éxito de la compañía.

Un Modelo empleado propietario permite a los propietarios compartir la propiedad con los empleados, ligando así los intereses a largo plazo de los empleados con el futuro de la compañía. Por ésta razón este modelo tiene el potencial de crear organizaciones de alto rendimiento. Sin embargo convertir este potencial en realidad requiere cuidadosa atención.

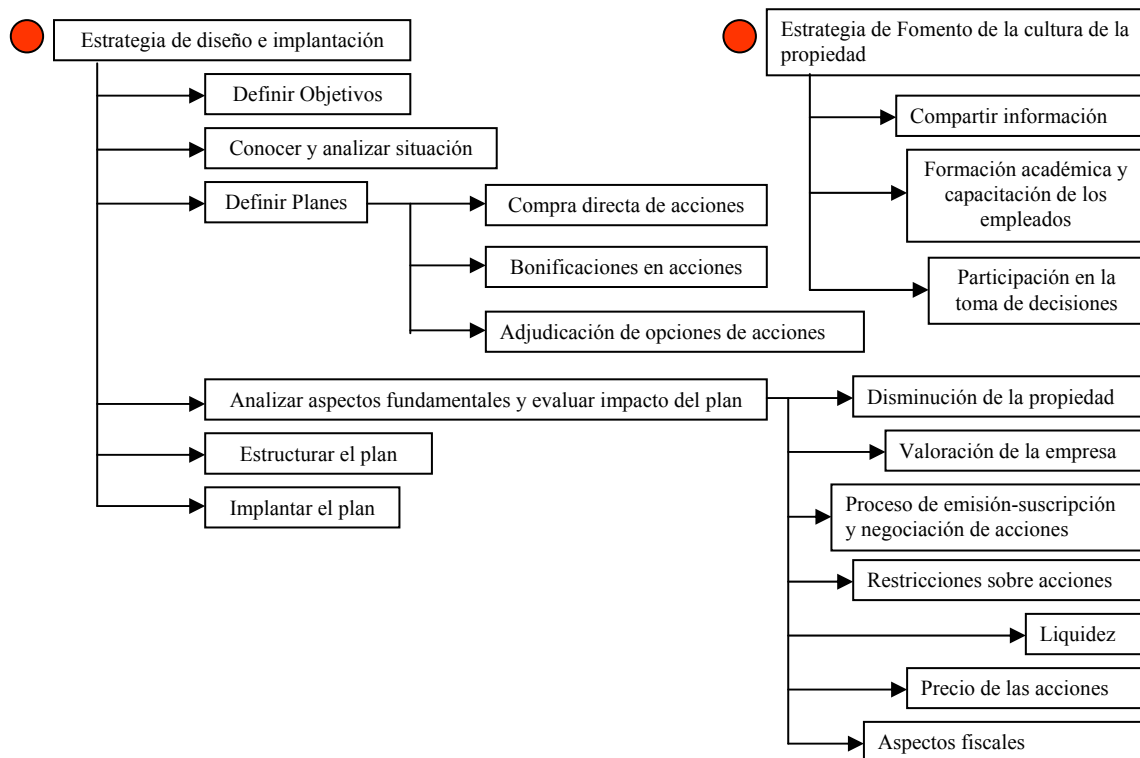
Se propone que para que el Modelo cumpla sus objetivos debe partir de dos estrategias fundamentales, las cuales deben aglomerar en su interior todo lo aspectos que de una u otra forma hacen parte o repercuten en un Modelo empleado propietario basado en capital por acciones, estas estrategias son: La Estrategia de Diseño e Implantación y La Estrategia de Fomento de la Cultura de la Propiedad. (Ver esquema No.1)

A continuación se profundizará en las estrategias antes mencionadas:

4.1 ESTRATEGIA DE DISEÑO E IMPLANTACIÓN

Crear un Modelo empleado-propietario de capital en acciones es una combinación de ciencia y arte. No existe un enfoque o metodología estandarizada para diseñar y poner en práctica un Modelo efectivo. Hay demasiadas variables involucradas para poder ser capaz de reducirse a una formula. Sin embargo después de investigar y conocer todos los aspectos relacionados y teniendo en cuenta que en Colombia su implementación es casi nula a excepción de algunas multinacionales Norteamericanas, por tanto se considera este planteamiento como un acercamiento a lo que podría constituirse en el “Proceso a seguir para diseñar e Implementar un Modelo Empleado-Propietario de capital en acciones”.

Esquema No.1: Modelo Empleado-Propietario de Capital de Acciones



Dentro de esta estrategia se han definido una serie de pasos que hacen parte del gran proceso de estructuración de este:

1. Definir los objetivos pretendidos.
2. Conocer y Analizar la situación de propiedad actual y la cultura de la compañía.
3. Estudiar y Analizar posibles planes
4. Analizar y Evaluar los aspectos fundamentales y el impacto del plan propuesto.
5. Estructurar el programa de implementación.
6. Revisar, evaluar y ajustar el plan.

4.1.1 Definir los objetivos pretendidos: El paso más crítico en la creación de un modelo de este tipo es la definición de los objetivos que se pretenden alcanzar con la adopción de dicho modelo. La definición de estos objetivos debe ir de la mano con los objetivos organizacionales y estratégicos de la compañía, con el propósito de establecer una total coherencia. El propietario debe responder a la pregunta crítica: “¿Que estoy tratando de lograr en mi compañía al querer adoptar un modelo empleado propietario?” Entre las respuestas posibles se destacan:

- Reclutar y retener a ejecutivos de primer nivel.
- Alentar a los empleados a alcanzar objetivos comerciales.
- Recompensar el rendimiento de los empleados con propiedad.
- Compartir la propiedad equitativamente con aquellos quienes generan éxito.
- Alinear los intereses de los empleados con los de los accionistas.
- Elevar el capital.
- Facilitar la planeación de la sucesión mediante la definición de las reglas para la negociación de acciones de quienes se retiran o fallecen.
- Reestructurar financieramente la organización para competir mejor.
- Promover la democratización empresarial.
- Proporcionar una prestación atractiva para los empleados que se jubilen.
- Reestructurar la forma de pago de los empleados.

Los socios, directivos o las personas a cargo de la empresa y el proceso deben identificar y definir claramente los objetivos pretendidos así como priorizarlos con el propósito de determinar las tácticas más apropiadas a seguir por el modelo.

Ejemplo:

1. Recompensar a un grupo de empleados por sus esfuerzos en el mejoramiento y crecimiento de la compañía. Los actuales socios o directivos conviene dar a un grupo un determinado porcentaje de la compañía, debido a que estos ya han “ganado” este interés al ayudar al despegue de la compañía no tienen que pagar las acciones. Sin embargo, se añaden unas restricciones de transferencia a estas acciones en un esfuerzo por retener a dicho grupo de empleados.
2. Ofrecer un interés de capital en acciones a todos los empleados de la compañía, al tiempo que se les exige hacer una inversión en la compañía con el fin de reforzar su compromiso y capitalizar la empresa para nuevas inversiones. Los socios o directivos también podrían hacer la oferta de compra más atractiva al incluirle un esquema de compensación con acciones basado en el logro de los objetivos de desempeño específicos de cada empleado, previamente determinados.

Dependiendo de los objetivos a alcanzar los socios o directivos pueden elegir el tipo de plan de participación que más se ajuste a sus intereses. Por ejemplo un plan de bonificaciones en acciones restringidas se ajusta mejor a la satisfacción del primer objetivo, mientras que un plan que incluya oferta de compra directa de acciones con opciones de compra, puede ser el mejor enfoque para cumplir el segundo objetivo.

Se recomienda que se analicen y reconviden periódicamente los objetivos y prioridades específicas establecidas en el proceso de diseño después de la puesta en práctica conforme los objetivos de la compañía vayan cambiando, el entorno se vuelva más competitivo o la fuerza de trabajo requiera mayores incentivos.

4.1.2 Conocer y Analizar la situación de propiedad actual y la cultura de la compañía: Al mismo tiempo que se plantean los objetivos que se pretenden alcanzar con la implantación del plan, deben analizarse otros aspectos, los cuales afectarán la selección del tipo de plan a implementar.

A continuación se han definido una serie de preguntas a realizar en el análisis de los aspectos más relevantes de la organización, las cuales ayudarán en la definición del tipo de plan teniendo en cuenta los objetivos esperados y la situación actual de la compañía.

Propiedad:

- ¿Cuál es la naturaleza y objeto de la compañía?
- ¿Cuál es la actual estructura de propiedad de la compañía?
- ¿Están dispuestos los propietarios actuales a vender parte de su interés de capital en acciones o disminuir su posición de propiedad?
- ¿Hasta que punto están dispuestos los socios fundadores a compartir el control de la compañía y la toma de decisiones?
- ¿Qué porcentaje de propiedad de la compañía estará disponible para los empleados y cual es el valor esperado que se creará como resultado de ello?
- ¿De que manera el modelo empleado propietario ayudara a la compañía a alcanzar sus objetivos de crecimiento futuro?

Tamaño:

- ¿Qué tan grande es la compañía en términos de ingresos y empleados?

Capital:

- ¿Cuál es la estructura de capital de la compañía?
- ¿Necesita la compañía capital?
- ¿Buscará la compañía inversionistas externos en el futuro cercano?
- ¿Cual es el valor actual de la empresa?

Crecimiento:

- ¿Cuál es la proyección de crecimiento de la compañía?
- ¿Cuál es la madurez del mercado?
- ¿Es joven y se encuentra en una modalidad de crecimiento rápido o es una compañía más establecida de crecimiento lento pero constante?
- ¿Cual es la participación de la empresa en el mercado?

Cultura:

- ¿Cuáles son los valores sobre los que se fundamenta la cultura organizacional?
- ¿Como es la estructura organizacional de la empresa?
- ¿Como se efectúan las comunicaciones y la toma de decisiones?
- ¿Como se mide el desempeño de los empleados a nivel organizacional?
- Es una compañía orientada al servicio o a la producción.

Fuerza de trabajo:

- ¿Cuál es el perfil de la fuerza de trabajo de la compañía? La edad y la formación académica son factores que deben tomarse en consideración en la creación del

modelo. Para una fuerza de trabajo joven, la adjudicación más inmediata de acciones puede proporcionar mayor motivación, mientras que para una fuerza de trabajo de mayor edad, puede ser apropiado establecer un modelo que proporcione seguridad para la jubilación.

- ¿Cuál es el nivel salarial, la capacidad de ahorro de los empleados?. La disponibilidad de efectivo se convierte en un factor relevante para una compañía que planea ofrecer a los empleados acciones para la compra.

Industria:

- ¿A que sector industrial o de servicios pertenece la compañía?
- ¿Qué tipos de programas de compensación están utilizando los competidores? En algunas industrias, la compensación de capital en acciones podría ser esperada por los empleados como una norma de la industria, en otras, los empleados pueden ser renuentes.

Controles internos:

- ¿Un cambio en la propiedad afectará los temas de control empresarial?
- ¿Cómo impactará la introducción de la propiedad de los empleados en las relaciones entre propietarios actuales, administradores y futuros empleados propietarios?
- ¿Cómo se lleva a cabo el manejo de la información y como fluye la misma dentro de todos los niveles organizacionales?

El análisis y las respuestas a esta serie de preguntas permitirán profundizar en la situación de la compañía y de esta manera seleccionar el plan más adecuado a sus necesidades.

4.1.3 Estudiar y Analizar posibles planes: Existen distintos planes de participación y/o compensación de capital en acciones disponibles para una compañía: Compra directa de acciones, Bonificaciones en acciones, Adjudicación de opciones de compra de acciones, entre otros. Los planes anteriormente mencionados son considerados factibles para las compañías Colombianas.

Dado el estado incipiente en que se encuentra nuestra nación en lo referente a este tema, pensar en planes como los ESOPs, 401K y Ksops (muy utilizados en EE.UU.), requerirían una legislación específica para su regulación y control.

Con base en los objetivos pretendidos, el perfil y situación de la compañía, deberán surgir varios posibles planes como los más adecuados para las necesidades particulares de la empresa. Se debe entonces, hacer un estudio de su funcionamiento y evaluar su utilidad, con el objetivo de seleccionar el más adecuado y conveniente de implantar.

A continuación se definen los principales criterios a utilizar en el proceso de evaluación de los planes:

- *Objetivo general del plan:* Beneficio contra incentivos contra inversión. Los planes que habilitan a los empleados a realizar una inversión en efectivo, por ejemplo, los planes de compra directa de acciones o los planes de compra apalancados en donde las acciones de la compañía son una opción de inversión, tienen un impacto psicológico

distinto. Se cree que cuando los empleados invierten parte del efectivo ganado con su esfuerzo particular para comprar acciones, es más significativo que la propiedad en acciones que se les da como una prestación o recompensa. Podría decirse que los empleados que realizan una elección consciente para invertir en la compañía pueden estar más interesados en el desempeño financiero y operativo de la compañía.

- *Participación en la propiedad:* Determinada contra de base amplia. Ciertos planes permiten a la administración, mediante fórmula previamente establecida, adjudicar a determinados empleados su participación en el capital, con base en el desempeño individual, o grupal. Mientras que otros permiten una participación dirigida a toda la fuerza laboral y los empleados pueden tomar su propia decisión de inversión para comprar acciones de la compañía.
- *Determinación del nivel de adjudicación de bonificaciones:* Antes del hecho contra después del hecho. Cuando las adjudicaciones de capital en acciones tienen la intención de recompensar el desempeño, es importante tomar en consideración si ha de recompensar a los empleados con base en su desempeño después del hecho (sin ningún conocimiento previo de nivel de adjudicación), o si debe exigirse a los empleados cumplir ciertos objetivos de desempeño previamente establecidos con el fin de recibir ciertos niveles de adjudicaciones de capital en acciones. Uno dice: gracias por un trabajo excelente, y el otro dice: si usted puede cumplir estos objetivos, se le recompensará en estos niveles.
- *Base de la adjudicación:* Individual contra de equipo /de grupo contra de la compañía. Las recompensas basadas en el desempeño pueden ofrecerse con base en el desempeño individual, el desempeño en equipo o de grupo, el desempeño en el proyecto, el desempeño de la compañía, o cualquier otra combinación. La propiedad también puede compartirse equitativamente con base en el desempeño de la compañía. Cuando las adjudicaciones de capital en acciones se determinan, comunican y distribuyen, envían un mensaje a los empleados sobre cómo se espera que actúen y participen en alcanzar los logros de la compañía. Hay muchos otros factores de diseño que hay que tomar en consideración en esta etapa con respecto al tamaño, alcance y fijación de precios de las adjudicaciones así como las restricciones que deben anexarse.

En los numerales siguientes se hace una breve descripción de los planes referenciados anteriormente:

4.1.3.1 Compra Directa de Acciones: Siempre que una empresa venda acciones a los empleados, debe considerar cuidadosamente las leyes comerciales. Sobre este aspecto es importante contar con el asesoramiento adecuado.

Dependiendo de la amplitud con que se establezca la participación de los empleados encontramos dos tipos de planes:

a) Compra directa de acciones de base determinada: Los planes de compra directa con base determinada son muy flexibles y se definen para seleccionar a un grupo

determinado de empleados. Estos planes generalmente se utilizan para permitir a los ejecutivos de primer nivel convertirse en propietarios, para exigir a los gerentes a invertir en la compañía y en una situación de creación de empresa asegurar el compromiso de los empleados fundadores.

- *Como funcionan:* Este plan de compra directa son ofertas hechas a un grupo determinado de empleados para comprar un número de acciones. La compañía puede hacer un préstamo al empleado, permitiéndole así pagar la compra a lo largo del tiempo. En algunos casos, el precio de compra puede ser descontado de sus prestaciones o remuneraciones laborales, la compañía puede mejorar la oferta de compra de acciones al incluir en ésta adjudicación de opciones de compra con el fin de hacer la oferta más atractiva al empleado.

Debido a que las variaciones en el diseño de los planes de compra directa de acciones son casi ilimitadas, estos planes pueden hacerse a la medida para tratar necesidades financieras, fiscales y otras particulares de la compañía y sus empleados.

En cuanto a las directrices de propiedad una tendencia fundamental que está ocurriendo en el ámbito mundial dentro de las compañías es el requisito de que los altos ejecutivos tengan una inversión significativa en la propiedad. En ciertos casos, se exige a los ejecutivos ser propietarios de un múltiplo del salario (unas cinco veces) en acciones de la compañía.

En compañías que se inician, es común que los empleados fundadores inviertan en esta para asegurar el compromiso y proporcionar el capital de trabajo.

Los planes de compra con descuento ofrecen acciones a un menor precio, o con formas especiales de pago, pero normalmente van unidas a condiciones tales como restricciones sobre la transferencia o la compra de acciones adicionales. Las compañías que se inician y de crecimiento temprano permiten en ocasiones que los empleados claves compren acciones baratas antes de un aumento en el valor de la compañía, proporcionando así un interés de propiedad significativo con poco desembolso de efectivo.

Algunas empresas deciden establecer el valor en libros como un método de fijación de precios alternativo, con el propósito de disminuir el precio de la acción, dado que generalmente se determina que el valor justo de mercado es demasiado costoso; Las acciones se venden a un precio de compra igual al valor en libros actual o un múltiplo del mismo, con una disposición en el sentido de que la compañía podrá volver a comprar la acción al valor de libros (en vigencia), cuando el empleado se jubile o se retire de la compañía. El empleado también recibirá dividendos y los derechos que como accionista se le otorgan.

Como este tipo de acciones van dirigidas a un grupo determinado, las ofertas de compra de acciones pueden restringirse a que un empleado cumpla objetivos de desempeño específicos. Cuando se usa de esta manera, la oferta de compra puede igualarse con bonificaciones en acciones u opciones de compra de acciones.

b) Compra directa de acciones de base amplia: Contrario al anterior este plan permite en esencia la participación de todos los empleados.

- *Cómo funcionan:* Este tipo de planes se establece para permitir a la totalidad de empleados de la compañía comprar acciones y de esta manera dar a los empleados un

incentivo para invertir en la misma. La mayoría de los planes están estructurados para permitir a los empleados comprar acciones a través de retención en nómina. Las contribuciones se acumulan y se utilizan para comprar acciones en fechas programadas de oferta. La compañía permite al empleado comprar acciones a un precio descontado con relación al valor justo de mercado. Los planes de compra de acciones deben ser aprobados por los accionistas y están disponibles únicamente para los empleados actuales. En general, debe permitirse la participación de todos los empleados, pero se establecen unos límites porcentuales de participación de los empleados accionistas con el propósito de mantener la equidad. Siempre que una compañía venda acciones a los empleados, deben analizarse cuidadosamente los requisitos establecidos en la ley comercial y tomarse en consideración las exenciones disponibles.

A continuación se muestra un ejemplo de las condiciones que se pueden utilizar en un plan de este tipo: Solo tendrán derecho de compra los empleados que estén actualmente laborando con contrato a término indefinido o definido para un período superior a un año y que trabaje por lo menos 36 horas por semana. En cuanto al precio de la acción este no puede ser menor a 85% del valor de mercado de la acción. Los empleados que sean titulares de 5% o más de las acciones de la compañía no son elegibles para participar en la suscripción de más acciones.

Ventajas y desventajas

Tanto los planes de compra directa de base determinada como los de base amplia tienen las siguientes ventajas y desventajas:

Ventajas:

- Vuelve significativa la propiedad. La propiedad en acciones es generalmente más significativa para los empleados que han invertido sus propios fondos.
- Alinea los intereses de los empleados y los accionistas. A través de la compra de acciones, los empleados se convierten en inversionistas de la compañía y por lo tanto se alinean más con las metas y objetivos de otros accionistas.
- Mejoramiento del clima organizacional de trabajo. Las relaciones interpersonales mejoran dado que todos sienten el compromiso de trabajar por un objetivo común.
- Mecanismo de inversión. La oportunidad de compra de acciones por parte de los empleados permite que estos tengan una opción de inversión de fácil acceso.
- Generan capital. Todos los planes de compra de acciones constituyen una fuente de financiación de la empresa de primera mano.

Desventajas:

- Costos de implementación. Dependiendo del tamaño de la empresa los costos para establecer los mecanismos de colocación y negociación de acciones así como el manejo de la información pueden llegar a ser muy altos.

- El costo de la inversión puede desanimar la participación. En algunas empresas el costo de la acción puede ser no muy accesible para todos los empleados, considerando estos la oportunidad de compra que ofrece la empresa como una inversión costosa.
- En el caso del plan de compra de acciones de base determinada, estos pueden generar un ambiente de trabajo de inconformismo entre los que han sido beneficiados con el plan y los que no.

4.1.3.2 Bonificaciones en Acciones: Los planes de bonificaciones en acciones pueden hacerse a la medida para recompensar el desempeño, vincular la compensación de ejecutivos con el éxito a largo plazo de la compañía, proporcionar incentivos a los empleados de permanecer con la compañía, atraer a personal clave y complementar otras formas de bonificaciones, incentivos o compensación por desempeño.

Hay dos tipos principales de planes de adjudicación de bonificaciones en acciones:

- a) Bonificaciones Concedidas: Una adjudicación directa de acciones, por lo general dada a empleados claves por alcanzar metas financieras estratégicas.
- b) Bonificaciones Restringidas: Es una adjudicación sujeta a condiciones, tales como exigir a los empleados que permanezcan con la compañía durante un período de años (transferencia) o cumplir requisitos de desempeño específicos antes de obtener el pleno beneficio de la adjudicación.

Ambos tipos de adjudicaciones de bonificaciones pueden hacerse a la medida para cumplir objetivos específicos de la compañía. Por ejemplo, una compañía puede estructurar un plan de bonificaciones para recompensar a ciertos empleados o sectores por administrar un proyecto por debajo del presupuesto, o cumplir objetivos del proyecto. Una compañía también podría proporcionar bonificaciones en acciones a empleados que compren acciones, dándoles así un mayor incentivo para comprar. Una compañía que se inicia puede proporcionar adjudicaciones de bonificaciones en acciones como parte de una compensación anual a los empleados, ahorrando así efectivo que necesita.

Ventajas y desventajas

Ventajas:

- Los costos de establecimiento bajos y la facilidad de su puesta en práctica los hacen atractivos para compañías de todos los tamaños como un medio de compartir el capital en acciones con los empleados.
- Sencillo de establecer y comprender. Los planes de bonificaciones en acciones son bastante simples de establecer y administrar internamente.
- Pone una pequeña parte de propiedad directamente en manos de los empleados.
- Puede hacerse a la medida para promover el cumplimiento de diversos objetivos de desempeño laboral u organizacional.

- Flexibilidad con respecto a la selección de los beneficiarios y tamaño de las adjudicaciones.

Desventajas:

- Otorga propiedad y derechos de voto a los empleados.
- Aumenta las acciones ordinarias y por lo tanto los requisitos de efectivo para la recompras potenciales de acciones para compañías no públicas.
- Debido a que los empleados no tienen que pagarlas, es posible que los empleados no perciban el valor real de ser propietario.
- Pueden surgir responsabilidades fiscales para los empleados.

4.1.3.3 Planes de Opciones de compra de acciones: Una opción de compra de acciones es un contrato entre la compañía y el empleado que le da al empleado el derecho de comprar acciones de la compañía entre ciertas fechas, a un precio que es fijado por la compañía o determinable a través de una fórmula en el momento en que la opción de compra se concede. Debido a que los empleados no están obligados a comprar las acciones, no hay riesgo de pérdida para el empleado antes de ejercer las opciones de compra.

En cualquier etapa, las opciones de compra de acciones proporcionan una oportunidad eficaz para que los empleados participen en el valor aumentado que ayudan a generar y por lo tanto ayudan a alinear los intereses del empleado con los de otros accionistas.

Las opciones de compra de acciones son comúnmente reservadas para los empleados claves de la compañía, por lo general ejecutivos de primer nivel. Sin embargo se están creando programas que proporcionan una base amplia de empleados con acceso a la adquisición de acciones por medio de opciones de compra, reconociendo así la valiosa contribución que todos los empleados hacen a la compañía y repartiendo el incentivo de propiedad más ampliamente en toda la organización.

Para la fijación de precios de la opción la mayoría de las opciones de compra de acciones se conceden al precio actual de la acción. Éste se basa en la idea de que la recompensa viene en el valor futuro que el empleado ayuda a crear. Una compañía puede descontar el precio de ejercicio al recompensar empleados por desempeños anteriores.

Si el valor de la acción aumenta después de la fecha en que se conceden las opciones de compra, entonces el empleado puede adquirir las acciones al valor fijado en el momento de la cesión, si el precio de estas disminuye con relación al precio pactado el empleado puede renunciar a las opciones de compra.

Por ejemplo, una compañía puede emitir una opción de compra a un empleado que permita al mismo comprar 100 acciones al precio actual de \$1 por acción. El período de ejercicio es de 5 años, lo que significa que el empleado tiene cinco años para pagar la

acción. Si el precio de la acción aumente a \$5 por acción al final del período de cinco años, el empleado ejercerá la opción pagando \$100 por las acciones que valen \$500. Si el precio disminuye después de que se concede la opción de compra, el empleado renunciará a ejercer la opción de compra, y por lo tanto no tendrá una pérdida económica.

Las opciones de compra de acciones requieren que los empleados paguen efectivo al momento de ejercer la opción. Este desembolso puede percibirse ya sea como positivo (una inversión personal en la compañía) o negativo (sí los empleados no pueden costearlas o son adversas por riesgosas. Para reducir el desembolso de efectivo por parte de los empleados, muchas compañías permiten lo que se denomina una transacción de acción por acción, que permite a los empleados pagar el precio de ejercicio con acciones de las que ya son dueños. Sin embargo las acciones obtenidas a través del ejercicio de opción de compra no pueden utilizarse para cubrir el precio de ejercicio. Algunas compañías permiten a empleados seleccionados pedir dinero prestado a la compañía para pagar el precio de ejercicio.

Es conveniente que las adjudicaciones de opciones de compra de acciones se realicen periódicamente y el tiempo de ejercicio sé de escalonadamente, dado que esto contribuye al propósito de retener a los empleados claves, a sí mismo tomar en consideración la capacidad adquisitiva del empleado de tal forma que este pueda pagarlas. Las opciones de compra pueden incluirse ya sean dentro de un plan de compra directa de acciones o en un plan de adjudicación de bonificaciones.

A continuación se presentan algunos ejemplos de opciones de compra de acciones

Opciones de compra de acciones por Méritos: Opciones de compra de acciones otorgadas en lugar de bonificaciones en acciones.

Opciones de compra de acciones de recarga: Es la adjudicación automática de una nueva opción de compra de acciones cuando se ejerce una opción anterior. La transferencia de la opción de recarga puede estar condicionada en ocasiones al mantenimiento de las acciones dadas por la opción original.

Opción de compra de acciones restringida: Restringe las transferencias o ventas de acciones obtenidas a través de una opción de compra. EL periodo de mantenimiento es por lo general de 2 a 5 años.

Opciones de compra de desempeño: El programa de transferencia de opción de compra se basa en que los empleados cumplan objetivos específicos de desempeño.

Opciones de compra contingencia: Opciones de compra concedidas al empleado que cumple requisitos específicos de compra.

Ventajas y desventajas

Ventajas:

- Flexibilidad de Diseño: La administración puede determinar quién recibe adjudicaciones de opciones de compra, cuántas acciones reciben, y si las acciones están sujetas a transferencia (vinculadas a objetivos de desempeño, etc.
- Recompensas vinculadas al desempeño de la compañía. El aumento del precio de las acciones refleja el adecuado desempeño de la compañía, los empleados son partícipes de este éxito al tener la opción de comprar acciones de la compañía a un menor precio, en sentido contrario cuando disminuye el precio de las acciones, las opciones de compra no se ejercen.
- Las opciones son un proceso de compra flexible. Las opciones de compra de acciones requieren una inversión del empleado, pero debido a que el precio de la opción es fijo, los empleados pueden planear con anticipación el desembolso de efectivo requerido al momento del ejercicio. Además el hecho de que no se les obligue a ejercer las opciones, hace que estas sean más atractivas para ellos que la compra directa de acciones.

Desventajas:

- Difícil de entender. Debido a la complejidad de las opciones de compra de acciones y a las reglas fiscales, se requiere un programa de comunicaciones amplio de tal manera que los empleados entiendan qué significan las opciones y cómo utilizarlas.
- Las opciones de compra no son capital en acciones. Desde el punto de vista de la empresa, esta puede considerar que los empleados pueden vender las acciones ejercidas a través de opciones con una ganancia inmediatamente después del ejercicio y de esta manera no se daría cumplimiento al objetivo de retención de los mismos. En respuesta, algunas compañías exigen a los empleados mantener las acciones durante varios años después del ejercicio de las mismas.
- Participación del control. Algunas compañías perciben los derechos que obtiene el empleado cuando adquiere el status de accionista como negativos, ya que implica el derecho de estos a recibir información sobre el desempeño de la compañía y a participar en la toma de decisiones.

4.1.4 Analizar y Evaluar los aspectos fundamentales y el impacto del plan

Propuesto: Este paso supone analizar los aspectos que se han considerado más importante que intervienen en la implantación del plan seleccionado. Dada la relevancia de estos, dentro de este trabajo se les ha dado el nombre de “Aspectos Fundamentales” los cuales mencionamos a continuación pero se extenderán un poco más al respecto en el capítulo cinco:

1. Disminución de la Propiedad
2. Valoración de la Empresa
3. Procesos de Emisión, Suscripción y Negociación de acciones
4. Restricciones sobre las Acciones
5. Liquidez
6. Aspectos Fiscales

Al comprender estos temas desde un inicio, las compañías pueden dar los pasos necesarios para estructurar sus programas adecuadamente y así evitar problemas posteriormente.

A continuación se presentan una serie de preguntas que ayudaran en el proceso de evaluación una vez se hayan analizado todos los “Aspectos Fundamentales”:

Costo:

- ¿Es provechoso el poner en práctica y administrar este plan?
- ¿Hay costos para los empleados, o para la organización y de ser así, son recuperables?

Impuestos:

- ¿Cuáles son los incentivos fiscales disponibles para la compañía y los empleados?

Financieros:

- ¿Cómo afectan el método propuesto los estados financieros de la compañía?
- ¿Cómo se espera que estimulen el desempeño financiero?
- ¿El plan resultará en la emisión de nuevas acciones o se comprarán acciones ya existentes?

Motivación:

- ¿Cómo será percibido el programa por los empleados?
- ¿Está diseñado para reforzar la cultura de la compañía y recompensar conductas fundamentales para el éxito futuro de la compañía?
- ¿Será percibido como equitativo por la mayoría de los empleados? Esta es una etapa particularmente buena para obtener respuestas de los empleados sobre el plan propuesto.

Respaldo de la Administración:

- ¿Cuáles son las actitudes de los propietarios y gerentes actuales hacia la propiedad de los empleados y cómo afectará eso a las funciones de la empresa?

Temas de control:

- ¿Hay preocupaciones en torno a los cambios potenciales en la distribución de la propiedad y el control de votos? La explicación financiera y los derechos de los accionistas (votos y acceso a la información en particular) requeridos por el diseño del plan deben analizarse con los propietarios, gerentes y asesores actuales.

Comunicaciones:

- ¿Cómo se comunicarán el plan y las razones o justificaciones después de la puesta en marcha del plan a los empleados?. Debe crearse un plan amplio de comunicaciones con la participación y el liderazgo de la alta dirección y otros empleados clave.

Participación del empleado:

- ¿Hasta qué grado la participación del empleado en las funciones se vinculará estrechamente con la participación del capital en acciones?

4.1.5 Estructurar el programa de implementación: Tomada la decisión de adoptar el plan se debe hacer un programa completo de implementación, en el cual se especifique con detalle cada una de las actividades a realizar así como entrar a describir los diferentes procesos a seguir desde la transformación de la compañía a sociedad anónima (dado el caso), pasando por la consecución del crédito, los procesos de emisión, suscripción y negociación de acciones, hasta el manejo de las comunicaciones, la información, la toma de decisiones y el control. Es importante que antes de empezar a implementar el plan cada uno de estos procesos y demás aspectos que puedan relacionarse queden claramente establecidos, y se capaciten a los involucrados sobre estos, para que una vez iniciada su implementación haya menos no conformidades o desacuerdos entre las partes. En este paso los encargados del plan deberán contar con asesores en diferentes disciplinas con el propósito de obtener un modelo que al mismo tiempo que propende por los objetivos planteados, cumpla las normas y criterios que lo enmarquen dentro de lo legal y equitativo.

4.1.6 Implantar el plan: una vez cumplidos los pasos anteriores se procederá a implementar el plan propuesto. En este punto, los propietarios y ejecutivos seguirán trabajando de la mano con asesores en derecho comercial, recursos humanos, finanzas, contabilidad y tributación, con el propósito de pulir los detalles y poner en práctica el plan. Las compañías deben empezar apoyados por el área de recursos humanos a fomentar una cultura de propiedad entre los empleados de acuerdo a lo planteado en la segunda estrategia.

4.1.7 Revisar, evaluar y ajustar el plan: Mantener un plan de participación de los empleados en la propiedad efectivo requiere la revisión y evaluación constante de este. El mejor método para evaluar el plan es revisar los objetivos originales del modelo y solicitar a los empleados y a la gerencia analizar y determinar si se están logrando los resultados deseados. Otros indicadores incluyen un mejor desempeño financiero y mejores tasas de productividad y de moral de los empleados. Con el paso del tiempo, la razón fundamental del plan puede cambiar con base en la dinámica interna, el mercado, u otros factores. En estos casos se hace necesario ajustar el plan para dar cabida a las circunstancias cambiantes y los nuevos objetivos de la compañía y su fuerza de trabajo.

4.2 ESTRATEGIA DE FOMENTO DE LA CULTURA DE LA PROPIEDAD.

Los pasos anteriores han descrito las actividades a desarrollar para llevar a buen término la implantación de un modelo empleado-propietario. Este numeral trata un aspecto muy desafiante el de conseguir que los empleados piensen y actúen como propietarios, sobre este, se han escrito numerosos libros con enfoques tan numerosos y variados como las compañías que los emplean. Se tocarán algunos de los temas claves relacionados con la creación de una cultura de propiedad que las compañías deben tomar en consideración conforme deseen poner en práctica su modelo empleado propietario.

Los ingredientes de una "cultura de propiedad " verdadera incluyen elementos tangibles e intangibles. Los tangibles son herramientas tales como boletines de comunicación, estructuras organizativas para mejorar la participación de los empleados y programas de adquisición de habilidades para la formación académica y la capacitación. Los intangibles se derivan en gran medida de los fundadores y gerentes de la compañía y sus valores fundamentales, su estilo de liderazgo, la visión que establecen e inspiran en los demás para que crean en ella, y el entorno que propician con respecto a la confianza y las comunicaciones. En las organizaciones más exitosas, los tangibles e intangibles se complementan y refuerzan mutuamente. Por ejemplo, una estructura organizativa plana puede reforzar un entorno de comunicaciones abierto entre los empleados de todos los niveles. De igual manera, una estructura organizativa rígida y jerárquica puede hacer infructuosos incluso los mejores esfuerzos gerenciales para alentar las comunicaciones abiertas.

La cultura es un atributo no de los individuos per se, sino de los individuos como miembros de un grupo. La cultura se transmite a través del observar, escuchar, conversar e interactuar con otra gente o con el entorno. Las creencias culturales compartidas, los valores, los recuerdos, las esperanzas y las formas de pensar y actuar pasan por encima de las diferencias entre las personas.

Las compañías bajo un modelo de "Empleado Propietario" deben fomentar el desarrollo de una cultura organizacional basada en la confianza, teniendo en cuenta que esta no se adquiere como una articulo, sino proviene del ser, de su experiencia y relación con el entorno. Tampoco puede crearse como resultado de un esfuerzo intencional basado en los cálculos sobre los potenciales beneficios que pudieran obtenerse de la cooperación, sino a través de la formación de un conjunto de creencias y valores comunes que permitan dotar de identidad las acciones colectivas y garantizar de este modo, que las acciones individuales sean coherentes sin tener que recurrir a mecanismos formales de control.

El concepto de confianza posee las ventajas de subrayar la total interdependencia entre lo personal y lo social: confianza en sí mismo y confianza en el otro. Confianza en sí mismo: necesaria para procurar autonomía, asumir riesgo, buscar la prueba de las capacidades propias, aceptar las responsabilidades; con el fin de fiarse del juicio propio y no remitirse a otro para la toma de decisiones. Confianza en el otro: necesaria para ser capaz de delegar, descentralizar, tolerar la divergencia de ideas, poder trabajar en equipo y procurar asociación. Y de manera más general confianza en el hombre: creyendo que el deseo de acceder a la prosperidad es sano; en que este no es forzoso, escaso o una

cantidad fija, sino que crece con el aporte de cada uno y que el saber tampoco es un bien reservado a unos pocos o a ciertas categorías de la sociedad; si no que cada uno es capaz de poseerlo y encontrar la mejor manera de aplicarlo para su logro personal y al mismo tiempo el progreso de la sociedad. Por tanto lo que se busca es establecer una organización equitativa, flexible y adaptable a la innovación que este soportada por la confianza mutua entre los que hacen parte de ella. Las organizaciones basadas en la confianza tienen la capacidad para el cambio continuo, se comprometen a través de un significado compartido que excede la descripción de tareas a cumplir, conforman comunidades con prácticas compartidas en la ejecución de trabajos y es en las relaciones y en el saber implícito de las organizaciones que reside habitualmente la competencia clave del éxito de la organización. 19

Existen por tanto tres aspectos que juegan un papel fundamental en el desarrollo de una cultura empresarial que aliente a los empleados a sentirse y actuar como propietarios:

4.2.1 Compartir la información la Información

Los empleados deben contar con información de la compañía, su desempeño, su entorno de trabajo y cómo ellos participan en el alcance y logro de los objetivos de la empresa y son recompensados por esto.

Sin importar los medios utilizados para comunicarse con los empleados, el factor más importante en las comunicaciones es que deben ser auténticas. Incluso cuando las noticias sean un tanto negativas, por ejemplo, si un programa de capital en acciones se está poniendo en práctica junto con reducciones de salarios para reducir los costos, es mejor ser honestos con los empleados. La mayor parte de los empleados pueden apreciar la verdad, y si no-tarde o temprano se enterarán por rumores, los cuales ayudan a crear sentimientos de desconfianza.

En términos de los tipos de información que ha de comunicarse, en primer lugar los empleados requieren información sobre el plan de participación o compensación de capital en acciones: ¿Por qué lo hizo la compañía? ¿Qué es lo que se supone que va a lograr? ¿Cómo funcionará el plan? ¿En términos muy sencillos, cómo obtienen los empleados capital en acciones de la compañía? ¿Tienen que alcanzar ciertos objetivos de desempeño, o los gerentes harán recomendaciones, o todos los empleados recibirán un porcentaje igual con base en el salario o alguna otra fórmula?. El riesgo de no comunicar esta información eficazmente es que los empleados pueden percibir el programa como un engaño de la gerencia para enriquecerse así misma o quizá reducir los beneficios de los empleados.

Los empleados tienen que ser informados con el fin de entender la naturaleza de la compañía y su plan para alcanzar el éxito. Con respecto a la participación del desempeño financiero, el hecho es que la mayoría de los empleados, independientemente de su nivel, no entienden los estados financieros. Hay varios ejemplos de compañías que han ido más allá de los requisitos legales en cuanto a la explicación financiera y proporcionan información financiera frecuente y fácil de entender junto con una explicación de las

¹⁹ PEYREFITTE, Alain. La Sociedad de la Confianza. Editorial Andrés Bello, Santiago de Chile, 1996.

tendencias, anormalidades y áreas problema de tal manera que los empleados pueden entender el significado detrás de las cifras. Los empleados con una comprensión básica se encuentran en una mejor posición para comprender el impacto de sus acciones sobre el desempeño global de la empresa.

4.2.1 Formación académica y capacitación de los empleados

Los empleados deberán recibir capacitación permanente con el propósito de contar con las competencias necesarias para mejorar su desempeño individual.

La formación académica y capacitación de los empleados, en términos óptimos, incluirá: desarrollo de carrera, capacitación en el mejoramiento de habilidades específicas y formación académica en áreas interdisciplinarias, de este modo se permite a la gente apreciar el trabajo de las demás personas y cómo su desempeño afecta el trabajo de otros. Algunas compañías proporcionan capacitación en habilidades financieras a todos los empleados de tal manera que puedan leer los estados financieros de la compañía y comprender qué está sucediendo. La formación académica y la capacitación de los empleados también significan una inversión en la fuerza de trabajo que envía una señal importante a los empleados en el sentido que la administración está comprometida en el proceso de mejoramiento de sus socios- empleados.

4.2.2 Participación en la toma de decisiones

Participación del empleado en la toma de decisiones, es decir que sus ideas sean escuchadas y tenidas en cuenta. Esto abarca temas muy amplios, desde ideas acerca del nuevo diseño de su sitio de trabajo hasta estrategias de comercialización e incluso la administración de la empresa.

La participación de los empleados ocurre tanto de manera formal como informal en una organización. Podemos encontrar compañías que tienen estructuras formales tales como comités o equipos para que los empleados participen en mejorar las funciones de la compañía. Un factor importante es el grado en el cual los empleados de estos grupos están facultados para tomar decisiones con relación al desempeño mejorado de la compañía y el servicio a los clientes. Otras compañías fomentan métodos más informales de participación de los empleados tales como una política de puertas abiertas y un entorno informal en donde todos los empleados pueden hablar y ofrecer sugerencias, sin importar la cadena de mando.

Frecuentemente, los empleados son elegidos como representantes en comités que supervisan la administración de los activos del plan de capital en acciones. Otras compañías permiten que un representante de los empleados asista a las juntas del consejo y otras reuniones administrativas e informe a los empleados.

Invertir en estos elementos fundamentales y proporcionar a los empleados una oportunidad para afectar la vida de la organización puede convertir a la propiedad en un tema organizador poderoso. La propiedad no sólo vincula a los empleados directamente con la capacidad de creación de riqueza de la empresa, también transmite una amplia gama de derechos y responsabilidades.

El derecho a la información y los derechos de votación sobre los temas de la administración de la empresa se equilibran por la responsabilidad de proteger y mejorar la inversión en la compañía.

Es importante que las compañías tomen conciencia que crear una cultura de empleados con facultades requiere un refuerzo constante de estos valores y supone una inversión significativa tanto de tiempo de administración como de recursos de la empresa durante un período sostenido con el fin de lograr un impacto a largo plazo. El proceso requiere que se dirija hacia los empleados en general. El poder real de la compensación o participación en la propiedad como estrategia para alentar a los empleados no se logrará sin el compromiso de infundir un sentido real de propiedad en las dinámicas funcionales de la empresa.

5. ASPECTOS FUNDAMENTALES

5.1 DISMINUCIÓN DE LA PROPIEDAD

La decisión de compartir capital en acciones con los empleados es a menudo muy distinta de una decisión de establecer otros arreglos de beneficios y reparto de utilidades. La propiedad constituye el corazón de la empresa privada, tanto los propietarios actuales como la alta gerencia de una sociedad que contempla una forma de propiedad de capital en acciones para los empleados deben estar preparados psicológica, organizacional y financieramente para un cambio de esta naturaleza.

Para que un modelo empleado propietario de capital en acciones sea eficaz, el respaldo y el compromiso del nivel superior de la compañía es esencial. La alta dirección debe estar dispuesta a promover agresivamente el concepto de propiedad en los empleados con el fin que el plan tenga el impacto deseado en los mismos y en el desempeño de la empresa. La participación en capital en acciones con base amplia requiere un estilo de liderazgo basado en el empoderamiento, por tanto los gerentes deben estar dispuestos a compartir información, tomar decisiones conjuntas y delegar responsabilidades.

La disponibilidad de los propietarios actuales de compartir la propiedad y por lo tanto entregar el control absoluto o parcial de la empresa es pieza fundamental. Los temas referentes a los derechos de voto de las acciones y el control de la sociedad son a menudo obstáculos para los propietarios de empresas privadas que no siempre se sienten cómodos con la idea de compartir la propiedad y la autoridad con otros accionistas.

Las organizaciones que implantan un modelo de este tipo, deben tratar a sus empleados de acuerdo a su nuevo status de socios, a quienes se les reconoce la capacidad de conducir a la compañía hacia la excelencia y el éxito, constituyéndose en proveedores de conocimientos, habilidades, capacidades y, sobre todo, del más importante aporte a las organizaciones: la inteligencia, que permite tomar decisiones racionales e imprime significado y rumbo a los objetivos generales. Como socios los empleados invierten en la organización esfuerzo, dedicación, responsabilidad, compromiso, riesgos, etc., con la esperanza de recibir retornos de estas inversiones: salarios, incentivos financieros, crecimiento profesional, carrera, etc. Cualquier inversión sólo se justifica cuando trae un retorno razonable. En la medida en que el retorno sea gratificante y sostenido, la tendencia será a mantener o aumentar la inversión.

5.2 VALORACIÓN DE LA EMPRESA

Uno de los temas relevantes relacionado con la compensación de capital en acciones en sociedades anónimas cerradas es la valoración de esta. Las compañías cuyas acciones no son comerciadas en un mercado establecido por lo general deben utilizar una metodología para proporcionar a los empleados un valor por sus acciones.

Existe una variedad de enfoques que las compañías usan para establecer un valor para las operaciones de acciones. Históricamente muchas compañías han utilizado el valor en libros o el múltiplo del valor en libros. Este enfoque puede ser útil en compañías que se inician en donde hay poco valor y los empleados claves pueden obtener un número significativo de acciones a bajo precio. Utilizar el valor en libros tiene la limitación de ser potencialmente volátil, es de validez cuestionable para la compañía con pocos activos tangibles distintos a sus empleados mismos, y carece de cualquier reflejo directo de las condiciones del mercado exterior. Un enfoque más refinado con respecto a las fórmulas de fijación de precios de acciones trata de incorporar una variedad de factores tanto en términos de medidas internas de desempeño de la empresa como las condiciones del mercado externo.

5.2.1 Métodos de Valoración: A continuación se presentan los métodos de valoración reconocidos por la Superintendencia de Sociedades, los cuales han sido extractados de las Circulares Externas No.: 016 (30 Oct. 1997) Ref: Autorización de la Fusión de sociedades vigiladas y controladas por la Superintendencia de Sociedades y la 028 (24 Nov. 1997) Ref. : Escisión de Sociedades. Numeral quinto: Método de Valoración de Empresas (ver anexo No.6).

Estos métodos se clasifican en dos grupos, en un caso aplicables a empresas inscritas en bolsa de valores y en otro caso válidos para empresas que no participan en los mercados públicos de valores con acciones emitidas por ellas.

Empresas que Cotizan en Bolsa

- Método o Modelo de Gordon
- Método de RATIO
- Método o Modelo de Mercado
- Método de Modigliani y Millar
- Q deTobin

Empresas que no cotizan en bolsa

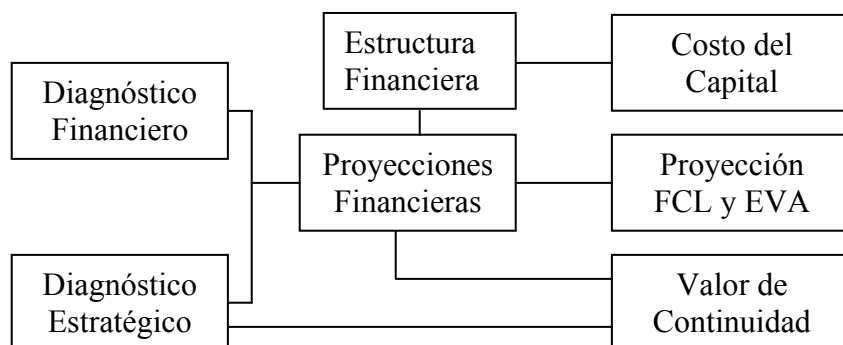
- Valor en libros
- Método de Lerner y Carlenton
- Método del Valor Presente del Flujo Futuro de Utilidades

- El Flujo de Caja Descontado.
- Modelo FCD de la Empresa:
- Modelo Ganancia Económica: La ganancia económica mide el valor creado por una compañía en un periodo.
- Método de Amortización del Goodwill
- Método de Capitalización del Superbeneficio:

La Superintendencia afirma que “Debido a las dificultades e inexactitudes encontradas en algunos métodos como el Modelo de Gordon, Ratio PER, Valor de Mercado, Modigliani y Miller, Q de Tobin, Lerner y Carleton y Flujo Futuro de Utilidades expuestos anteriormente, la Superintendencia de Sociedades ha concluido que el camino más seguro para obtener una buena aproximación al valor de una empresa es a través de la utilización de los métodos Flujo de Caja Descontado, Ganancia Económica, Amortización del Goodwill y Capitalización del Superbeneficio, teniendo en cuenta recomendaciones específicas para estos últimos”²⁰

A continuación se presenta un esquema de los pasos a seguir para la valoración de una empresa recomendados por Oscar León García²¹

Esquema No.2: Pasos para la Valoración de la Empresa



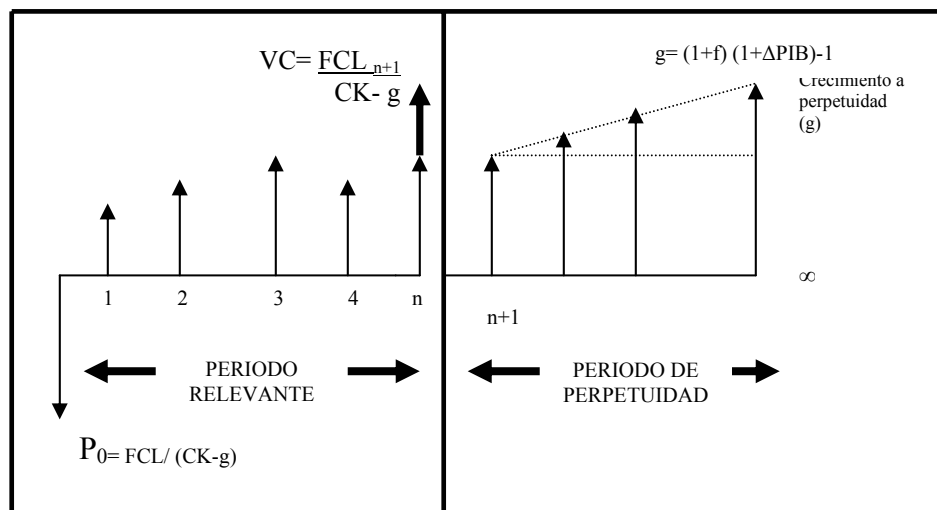
El Ejercicio aritmético de valoración por el método más recomendado “Flujo de Caja Libre Descontado integra tres elementos:

²⁰ SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Circulares Externas No. 016 (30 Oct. 1997) y la 028 (24 Nov. 1997).

²¹ GARCIA LEÓN, Oscar. Valoración de Empresas, Gerencia del valor y EVA. Medellín, 2003.

1. El costo de Capital (CK): es la tasa que se utiliza para descontar tanto los FCL como el VC.
2. La proyección del Flujo de Caja Libre (FCL): Refleja en cifras el efecto del plan de desarrollo de la empresa en el horizonte próximo, normalmente cinco años, en algunos casos hasta diez.
3. El valor Residual (VC): es el valor que adquiere la empresa como consecuencia de que el plan de desarrollo se cumpla y ésta comience a manifestar un crecimiento constante a perpetuidad.

Esquema No. 3: Método del Flujo de Caja Libre Descontado



Período Relevante: También conocido con el nombre de “Período Explícito”, es el lapso para el cual el flujo de caja libre puede ser calculado de manera que las diferentes cifras que lo conforman sean explicables y defendibles. No existe un criterio único para determinar la amplitud del período relevante. Ello está asociado con dos variables: El escenario Macroeconómico y el Plan de Desarrollo de la Empresa.

Período de Perpetuidad: La práctica de la valoración de empresas acepta la aplicación de un supuesto fundamental que consiste en asumir que los flujos de caja libre continúan creciendo a un ritmo constante a perpetuidad (g), que generalmente se establece como la combinación de la inflación y el crecimiento del PIB esperados en el largo plazo.

Valor presente de los FCL del periodo relevante
 + Valor presente del Valor de Continuidad (VC)
 = VALOR DE LA OPERACIONES
 + Activos no operativos
 - Valor Presente de los pasivos
 = VALOR DEL PATRIMONIO

A continuación se presenta el cálculo de la variante Costo de Capital, a través del método financiero con Beta apalancado, que consiste en estimarlo como el costo promedio ponderado de la deuda y el patrimonio teniendo en cuenta que para el cálculo del costo del patrimonio se apalanca la β a partir de aquella que refleja el riesgo del sector. Este método implica la utilización de las siguientes ecuaciones:

$$K_e = K_l + (K_m - K_l) \beta_l + RP + PT$$

K_e = Rentabilidad esperada por el inversionista o costo del patrimonio

K_l = Rentabilidad “ libre de riesgo” del mercado. Rentabilidad de los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

K_m = Rentabilidad del Mercado

$K_m - K_l$ = Premio por el riesgo del mercado. Rentabilidad adicional que obtiene el inversionista por invertir en acciones en vez de hacerlo en bonos del tesoro.

β_l = β Apalancada o β del patrimonio. Medida del riesgo específico de la empresa que asocia la volatilidad de la rentabilidad de una acción con la volatilidad de la rentabilidad del mercado.

RP = Riesgo país. En la práctica se acepta que la prima por el riesgo país se determine por los puntos de interés o spread que por encima de los Bonos del Tesoro de EE.UU. exigen los inversionistas en los mercados internacionales para negociar bonos de deuda soberana de cualquier otro país.

PT = Prima por tamaño. Se estima por la diferencia entre el exceso de rentabilidad que las empresa deberían producir por encima de K_l .

$$\beta_l = \beta_u (1 + (1-t)D/P)$$

β_u = β Desapalancada o β operativa

t = Tasa de impuestos

D/P = Relación de apalancamiento

Este CK que se obtiene esta en dólares, se convierte en moneda local ajustándolo con la devaluación esperada de largo plazo.

$$\text{Devaluación en condiciones de paridad cambiaria} = (1 + f(\text{interna}) / 1 + f(\text{externa})) - 1$$

$$\text{CK en Col \$} = (1 + \text{CK en US\$})(1 + \text{Devaluación esperada}) - 1$$

5.3 PROCESOS DE EMISIÓN, SUSCRIPCIÓN, NEGOCIACIÓN DE ACCIONES

En este numeral se presentan los principales ítem a tener en cuenta en los procesos de creación, emisión, suscripción, pago y negociación de acciones de acuerdo a lo establecido en el código de comercio Colombiano para sociedades por acciones.

Creación: Cuando se constituye una anónima o en comandita por acciones es indispensable precisar en los estatutos la cifra en pesos colombianos del capital autorizado, así como la clase (ordinarias, privilegiadas, con dividendo preferencial y sin derecho de voto) y el valor nominal de cada acción.

Igualmente cuando mediante una reforma estatutaria se aumenta dicho capital autorizado, se debe enunciar el monto de éste y la cantidad de acciones en que se fracciona.

Ocasionalmente las acciones así creadas se suscriben en su totalidad; pero lo más común es que sólo se suscriba una parte de ellas, pues la ley sólo exige suscribir no menos del cincuenta por ciento, en razón de la proporcionalidad establecida entre la cifra del capital autorizado y la del suscrito en los artículos 345 y 376 del Código de Comercio.

Capital autorizado: Es el señalado en los estatutos como meta ideal, susceptible de suscribirse en un lapso más o menos largo. Se denomina también capital nominal y capital programa. Es la cifra acordada por los accionistas fundadores y posteriormente por la asamblea general y corresponde al monto global de las acciones que se crean, computadas por su valor nominal, y comprende tanto las que se suscriben en el acto constitutivo como las que se dejan en cartera para ser colocadas posteriormente entre los mismos accionistas o entre éstos y nuevos inversionistas que se vinculen a la sociedad. Esa cifra-meta en cuanto sobrepase el monto del capital suscrito no representa aportaciones de capital ni acrecimiento patrimonial alguno. Pero facilita efectuar nuevas aportaciones a medida que el desenvolvimiento de las actividades sociales las requiera. Cuando no coincide con el capital suscrito, la diferencia entre ambos está representada por las llamadas acciones en cartera o en reserva. Cuando estas se emiten y son suscritas, no hay necesidad de aumentar el capital autorizado mediante una reforma estatutaria.

La Emisión: La emisión de acciones es el procedimiento para ponerlas en circulación, es decir a través de ella el título se pone en condiciones de circular, siendo ofrecido a determinadas personas o al público en general. La emisión de acciones no es un acto jurídico aislado sino un trámite prescrito en la ley que comprende un conjunto escalonado de actos jurídicos tendientes a lanzar al mercado (primario o secundario) determinada cantidad de acciones representativas del capital autorizado, mediante una oferta formal a los accionistas, o a éstos y terceros, se inicia con la orden de emitirlas que, de no estar prevista en los estatutos de la sociedad, es un acto de voluntad social, unilateral y soberano de la asamblea general de accionistas, órgano al cual le corresponde revocarla o modificarla si lo estima conveniente, siempre que las acciones todavía no hayan sido suscritas. Con relación a esto el Código de Comercio establece: “Toda emisión de acciones podrá revocarse o modificarse por la asamblea general, antes que sean

colocadas o suscritas y con sujeción a las exigencias prescritas en la ley o en los estatutos para su emisión".²²

La Suscripción: La suscripción es consecuencia lógica y directa de la emisión; sólo cuando aquella se perfecciona puede afirmarse que las acciones han entrado en circulación, convirtiéndose en valores en el mercado, susceptibles de transacciones mercantiles. Se lleva a cabo cuando las acciones ofrecidas son colocadas entre los suscriptores, y éstos efectúan nuevos aportes de capital a la sociedad, lo cual obliga a reconocerles la calidad de accionistas y a entregarles los títulos correspondientes.²³

El Art. 386 establece lo que debe contener este reglamento:

1. La cantidad de acciones que se ofrezca, que no podrá ser inferior a las que la asamblea ordene emitir;
2. La proporción y forma en que podrán suscribirse. Esta estipulación hace referencia a la oferta que se hará a los actuales accionistas, en atención al derecho de suscripción preferente;
3. El plazo de la oferta, que no será menor de quince días ni excederá de tres meses;
4. El precio a que sean ofrecidas, que no será inferior al nominal, y,
5. Los plazos para el pago de las acciones, el desembolso mínimo inicial debe ser la tercera parte del valor de cada acción, y los restantes contados tendrán un plazo que no excederá el año.

Oferta de las acciones: La oferta, es la propuesta unilateral que una persona hace a otra, y cuando el destinatario la acepta se perfecciona el contrato, sin necesidad de confirmar la propuesta ni la aceptación. Por eso la ley exige que la oferta contenga los elementos esenciales del negocio jurídico que se espera celebrar y que se le comunique al destinatario, lo cual se presupone cuando se utiliza cualquier medio adecuado para dársela a conocer.²⁴

La oferta esta integrada esencialmente por el reglamento aprobado por el órgano social competente y, si es el caso, la autorización oficial para colocar las acciones. Ha de formularse por escrito, ya se dirija a personas determinadas (sociedad cerrada) o indeterminadas (mercado público de valores), en este último caso como anexo al reglamento de colocación se publica el último estado financiero (balance general), cortado en el mes anterior a la fecha de autorización y verificado por el revisor fiscal, con el propósito de facilitar a los posibles suscriptores la información sobre la situación financiera de la sociedad emisora. La fecha del aviso de oferta es el punto de partida para que los accionistas ejerzan el derecho a la suscripción preferente o lo negocien.²⁵

Aceptación de la oferta: La oferta tiene vigencia y fuerza vinculante en el lapso prefijado para aceptarla, y el negocio jurídico llamado contrato de suscripción se entiende celebrado cuando la sociedad recibe la aceptación de la oferta.²⁶ En ese instante se establece el nexo de obligatoriedad entre la emisora y el suscriptor.

²² CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 383

²³ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 384

²⁴ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 845

²⁵ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 389

²⁶ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 864

Para que la aceptación tenga eficacia jurídica debe reunir ciertas condiciones:

1. Provenir del destinatario de la oferta;
2. Hacerse conocer de la sociedad dentro del límite de tiempo temporal de la oferta;
3. Ha de aparecer conforme con la oferta y tiene que ser pura, simple y completa. Es pura cuando el destinatario se limita a responder afirmativamente. Es simple cuando el destinatario, con el propósito de eliminar equívocos, repite el contenido para expresar su asentimiento. Es completa cuando en un todo se compagina con la oferta.

Mientras la oferta de acciones, es siempre escrita, la aceptación puede darse verbalmente o por escrito; o ser simplemente tácita, es decir manifestada por un hecho inequívoco de ejecución del contrato propuesto (el de la suscripción), está producirá los mismos efectos que la expresa siempre que la sociedad tenga conocimiento de este hecho dentro del plazo de la oferta.²⁷

Manifestada la suscripción de cualquier accionista, la emisión no puede ser revocada ni modificada por la asamblea porque se ha perfeccionado la suscripción.

Capital suscrito: Es el número de acciones aceptadas o adquiridas por los accionistas, su representación concreta está en el monto de las acciones suscritas. Cuando estas han sido cubiertas en dinero o especie se les denomina acciones liberadas y conforman el capital pagado.

Si todas las acciones de la sociedad han sido colocadas, el capital autorizado y el suscrito coinciden, si hay acciones en cartera (o reserva) el capital suscrito puede aumentarse mediante la emisión y colocación de estas acciones.

Los artículos 345 y 376 del Código de Comercio admiten que las cifras difieran, pero imponen el deber de mantener estas relaciones: El suscrito ha de equivaler por lo menos al cincuenta por ciento del autorizado; y si los accionistas no liberan totalmente las acciones que suscriben, deben cubrir de las suscritas no menos de la tercera parte del valor de cada acción, y el (plazo para el pago del saldo no puede exceder de una año, contado a partir de la fecha de la suscripción.

Durante la vida de la sociedad el capital suscrito no se disminuye sino cuando todos los accionistas reciben una parte proporcional del valor de sus aportaciones de capital como consecuencia de una reducción de éste, siempre que se lleve a cabo con los requisitos establecidos en el artículo 145 del código de comercio, y cuando la sociedad adquiere sus acciones tampoco se afecta la cifra del capital suscrito, a pesar de que disminuya el número de las acciones en circulación, porque esta compra la realiza no con fondos tomados del capital sino de una reserva (integrada con utilidades líquidas.

Tanto en la anónima como en la comanditaria por acciones, el capital social equivale al suscrito háyase pagado o no —entre otras razones— por las siguientes:

²⁷ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 854

1. Es el límite de responsabilidad de los accionistas por las operaciones sociales, sea que hayan pagado íntegramente sus acciones, sea que el valor de las mismas esté representado parcialmente en créditos a favor de la sociedad y a cargo de cada suscriptor. La ley ordena que cada aportante responda del valor de la suscripción que efectúe.²⁸

2. Es el que sirve de punto de referencia para incrementar la reserva legal.²⁹

3. Es el que se toma en cuenta en los eventos de pérdidas que reducen el patrimonio neto para determinar si ocasionan la disolución de la compañía.³⁰

Títulos de la acciones

1. Enunciados del título

- a) La serie y el número de orden: Los títulos se expiden en series continuas, numerados en orden ascendente, y cada uno pertenece a determinada serie. La sociedad puede emitir varias clases de acciones; o tener una sola clase y haber lanzado varias emisiones en las cuales la serie suele ser calificada, ejemplo: serie única, primera serie, serie A.
- b) Identificación de la sociedad emisora: se debe incluir la siguiente información: el número y la fecha de la escritura constitutiva, con indicación de la notaría donde se otorgó, la denominación de la sociedad y su domicilio principal.
- c) La cantidad de acciones representadas en cada título: existen títulos múltiples, que representan más de una acción. Como los títulos de acciones están destinados a circular, es natural que exista la posibilidad de convertir un título múltiple en otros que representen cantidades menores de acciones, o en títulos unitarios.
- d) El valor nominal de cada acción: este valor corresponde a la unidad mínima del capital social y revela el monto de la responsabilidad del respectivo titular de la acción. El valor nominal que ostenta el título carece de importancia en la negociación del mismo porque no influye para determinar el valor comercial.
- e) Clase de acciones.
- f) Si su negociabilidad está limitada por el derecho de preferencia.
- g) Identificación del accionista.
- h) La firma del representante legal y el secretario de la sociedad

2. Títulos definitivos y certificados provisionales: el título definitivo sólo se expide al suscriptor que ha cubierto la totalidad del valor de la acción. Los denominados títulos provisionales se expiden a los suscriptores de acciones no liberadas, una vez pagadas íntegramente, la sociedad está obligada a cambiar estos certificados por títulos definitivos.³¹

²⁸ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 130.

²⁹ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Arts. 350 y 452.

³⁰ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Arts. 351 y 457, Ord 2º.

³¹ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 400.

Cuando se transfieren acciones no pagadas en su integridad estas estarán representadas en los certificados provisionales, negociables como los títulos definitivos. En tales casos su transferencia se rige por las pautas trazadas en los estatutos de la sociedad, si no se ha estipulado nada la regla es la que del saldo no pagado, responden solidariamente el suscriptor y los adquirentes subsiguientes.³²

3. Sustitución o reposición de los títulos de acciones: Si el título representativo de una o más acciones, se deteriora total o parcialmente, se extravía o desaparece, se debe solicitar a la sociedad que sea cancelado y se expida un duplicado. Al respecto el artículo 402 hace referencia a la sustitución de títulos: En los casos de hurto o robo de un título nominativo, la sociedad lo sustituirá entregándole un duplicado al propietario que aparezca inscrito en el registro de acciones, comprobando el hecho ante los administradores, y en todo caso, presentando la copia auténtica del denuncia penal correspondiente.

Cuando el accionista solicite duplicado por pérdida del título, dará la garantía que le exija la junta directiva.

En caso de deterioro, la expedición del duplicado requerirá la entrega por parte del accionista de los títulos originales para que la sociedad los anule.

Los títulos al portador solo serán sustituibles en caso de deterioro.

Pago: La principal obligación del suscriptor es la de efectuar el aporte, ya que las demás obligaciones por importantes que sean, están implícitas en el sometimiento a los estatutos de la sociedad.

El pago de todo aporte debe hacerse en el lugar, forma y época estipulados.³³ En cuanto al pago la ley da estas pautas:

1. Cuando el precio ha de pagarse de contado, esto es, al instante de efectuarse la suscripción, el aportante tendrá que desembolsar el importe total de las acciones que adquiere;
2. Si el pago ha de cubrirse ha plazos, el suscriptor desembolsará la suma prefijada que en ningún caso puede ser inferior a la tercera parte del valor de cada una;
3. Cuando el pago ha de hacerse con dinero contante (al contado), su valor deberá ser cubierto en moneda legal colombiana, y
4. Si el pago de acciones se hace con bienes distintos del dinero, se sigue un trámite especial: Los bienes objeto de la aportación se valoran previamente en moneda colombiana, además estos deben ser valuados por la asamblea general o la junta directiva (según estatutos) y someter este avalúo a la aprobación de la Superintendencia.

Capital pagado: Equivale al total efectivamente cubierto a la sociedad por las acciones suscritas. Al suscribirse una acción en el acto constitutivo, o posteriormente cuando se celebra el contrato de suscripción, ha de pagarse por lo menos la tercera parte de su precio y el saldo debe cubrirse en un plazo que no podrá exceder de un año, y siempre

³² CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 405.

³³ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 124.

que las acciones suscritas hayan sido totalmente liberadas, el capital pagado coincidirá con el suscrito.

Incumplimiento en el pago: Si se presenta incumplimiento por el no pago oportuno de los aportes, es decir no cumple su obligación de completar el aporte o demora su pago, la ley establece la privación al accionista del ejercicio de los derechos que se derivan de las acciones respecto de las cuales está en mora de pagar parte de su precio, además la sociedad puede acudir a una serie de recursos, establecidos por la ley previa selección de este por la junta directiva:

1. Hacer efectivo el pago por la vía judicial con intereses moratorios a la tasa que estén cobrando los bancos en operaciones comerciales ordinarias.³⁴
2. Vender de cuenta y riesgo del moroso y por conducto de un comisionista las acciones que hubiere suscrito, es decir acudir al denominado procedimiento de ejecución de bolsa.
3. Imputar las sumas recibidas a la liberación del número de acciones que correspondan a las cuotas pagadas, previa deducción de un 20% a título de indemnización de perjuicios que se presumen causados; en este caso la sociedad ha de proceder de inmediato a colocar las acciones que retire al accionista moroso.

Negociación: La libre negociabilidad es uno de los rasgos característicos de la acción y que la distingue de las cuotas y de las partes de interés. Al propio tiempo constituye una de las ventajas de las sociedades por acciones frente a las demás por cuanto los títulos representativos de las alícuotas en que se divide el capital social son expedidos en masa y destinados a la circulación como cualquier otro valor mobiliario.

El derecho de negociar las acciones por ser esencial, puede ser reglamentado mas no abolido por estipulación estatutaria o por acuerdo del órgano máximo de la sociedad. Inclusive en situaciones excepcionales como las previstas en el artículo 408 del código de comercio sobre acciones en litigio o embargadas, es posible la negociación. Existe una prohibición absoluta de negociar las acciones, cuya inscripción en el Libro de Registro de la sociedad ha sido cancelada o impedida por orden de autoridad competente.³⁵

Ley de circulación de los títulos corporativos o de participación denominados acciones: Por ley de circulación se entiende el acto o conjunto de actos que se requieren para que el titulo-valor pase a un nuevo tenedor legítimo. Los artículos 406, 648 y 650 del Código de Comercio establecen la Ley de circulación, así:

1. Acuerdo del enajenante y el adquiriente.
2. Orden escrita del enajenante.
3. Entrega material al adquiriente o a la sociedad emisora del título o títulos de las acciones enajenadas.
4. Inscripción en el Libro de Registro de acciones
5. Cancelación de los títulos anteriores y expedición de nuevos títulos al adquiriente

³⁴ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 125.

³⁵ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 409.

Todos estos pasos son integrativos de la enajenación de acciones nominativas y no simples exigencias formales, porque completan la ley de circulación. Si ésta no se cumple, el adquiriente no es accionista y aunque reciba el título-valor, si se omite inscribir la transferencia, no puede considerarse tenedor legítimo.³⁶

Enajenación de acciones con derecho de preferencia: El derecho de preferencia en la negociación consiste en la estipulación en los estatutos de la sociedad que si un accionista pretende enajenar total o parcialmente sus acciones, ha de ofrecerlas primero a la misma compañía o a los demás accionistas, por conducto del representante legal, para que dentro de un término preestablecido, manifiesten si tienen interés en adquirirlas.

El derecho de preferencia obedece a una razón de equidad porque es claro que a medida que el patrimonio social se va robusteciendo aumenta el valor intrínseco de las acciones, y es natural que aquellos accionistas que desde tiempo atrás vienen compartiendo los riesgos y dificultades de la sociedad tenga prioridad sobre la suscripción de nuevas acciones. El accionista puede renunciar a este derecho expresamente, o también de manera tácita no ejerciéndolo cuando se le ofrezcan las acciones en la nueva emisión.

Con el animo que los planes de financiación y/o capitalización que tiene una sociedad no se vean afectados, la ley establece procedimientos mediante los cuales se puede prescindir de este derecho, ya sea por cláusula estatutaria que derogue este derecho o que la asamblea general de accionistas en cada caso y con el quórum legal previsto, ordene emitir acciones sin sujeción a la preferencia. Claro que si se prescinde de la preferencia por cláusula estatutaria, es previsión es de carácter general y surte efectos permanentes. En cambio, el acuerdo de la asamblea de prescindir el derecho mencionado sólo rige para una emisión determinada.

5.4 RESTRICCIONES A LAS ACCIONES

La negociación de las acciones depende de si esta es abierta o cerrada. Se entiende por anónima abierta la sociedad que emite sus acciones con destino a ser suscritas por el público, y cualquier persona puede adquirirlas directamente o a través de comisionistas de Bolsa de Valores, su colocación y negociación no están sujetas a restricción alguna.

Por contraprestación, es anónima cerrada la sociedad cuyas acciones generalmente pertenecen a un reducido número de personas naturales o jurídicas y tanto la colocación como la negociación de las mismas se restringen para evitar que terceros las adquieran; En los estatutos de estas últimas se pactan el derecho de preferencia en la colocación de acciones que emita la sociedad así como el derecho de acrecimiento, el derecho de preferencia a favor de la compañía y de sus accionistas para adquirir las acciones que pretenda enajenar cualquiera de sus actuales titulares.

Así mismo las acciones de las anónimas cerradas, a diferencia de lo que ocurre con las anónimas abiertas, no forman parte del mercado público de valores, ya que no están inscritas en el Registro Nacional de Valores ni en Bolsa y sus estatutos impiden que personas distintas a sus fundadores y familiares, herederos o legatarios, se conviertan en

³⁶ CODIGO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Art. 647.

titulares de las acciones ya suscritas y de las que posteriormente ponga la sociedad en circulación.

Las sociedades anónimas cerradas pueden utilizar restricciones para controlar las condiciones bajo las cuales las acciones son vendidas para evitar el problema de que las mismas caigan en manos de los competidores u otras personas que tengan intereses adversos a la sociedad. Al determinar qué restricciones poner en práctica, es importante para la compañía encontrar un equilibrio aceptable entre la ventaja de las restricciones que mantienen el control sobre las acciones en comparación con la desventaja potencial en el sentido de que las restricciones disminuyan el atractivo de las acciones como motivador para los accionistas empleados.

Dos importantes restricciones sobre las acciones que muchas sociedades anónimas de responsabilidad limitada añaden a sus acciones son el derecho de recompra al despido y el derecho de primera opción. El derecho de recompra al despido le da a la compañía el derecho pero no la obligación, de comprar acciones a los empleados que finalizan su empleo con la compañía. Generalmente, este derecho debe ser ejercido al valor justo de mercado actual de las acciones, aunque el contrato de accionista puede especificar un valor de recompra determinado. El derecho de primera opción le da a la compañía el derecho, pero no la obligación, de igualar cualquier oferta legítima por las acciones procedente de intereses externos. Estas restricciones se incorporan por lo general en los contratos de accionistas, o en el acta constitutiva o los estatutos de la compañía.

En muchos casos, las compañías añaden un programa de transferencia a la compra u opción de compra de acciones. Los programas de transferencia requieren por lo general que el empleado permanezca con la compañía durante un número establecido de años antes de que pueda ejercer o mantener el número total de acciones al momento del despido.

La transferencia también puede estar vinculada al cumplimiento de objetivos de desempeño específicos. Las adjudicaciones de acciones anuales con programas de transferencia de años múltiples pueden ser una herramienta excelente para la retención de empleados debido a que los empleados pueden tener varios años de valor de adjudicaciones no transferidos a precios favorables. Otras restricciones comunes se refieren al período de tiempo antes del cual un empleado puede vender los valores recibidos en una adjudicación de acciones. Ejemplos de estas restricciones incluyen "acciones restringidas de carrera " en las cuales las acciones se confiscan si el empleado abandona la compañía antes de la jubilación; "acciones de carrera " en las que las acciones recibidas como pago por compensación no pueden venderse mientras el empleado permanezca con la compañía; y "acciones de depósito" que son una cantidad específica de acciones que un empleado debe poseer y mantener con el fin de recibir adjudicaciones de acciones posteriores. Estos tipos de restricciones se reservan típicamente para los empleados clave como un mecanismo para hacer que posean cantidades significativas de acciones durante un período largo de tiempo, vinculando así su compensación de largo plazo más directamente con el desempeño general de la empresa.

5.5 LIQUIDEZ

A pesar del tipo de plan de participación de capital en acciones que utilice una compañía, si la compañía es mantenida estrechamente tiene una obligación práctica y moral y, en algunos casos, legal de crear liquidez en cierto punto. La falta de liquidez puede disminuir el valor y la motivación de la propiedad de los empleados. Las compañías deben por lo tanto planear cuidadosamente sus necesidades de liquidez con el fin de tener el suficiente flujo de caja para volver a comprar las acciones de los empleados y respaldar el valor de las acciones de los accionistas actuales.

Para que la propiedad de acciones beneficie en última al accionista, debe haber un mercado para las acciones. Para sociedades anónimas de responsabilidad limitada que no planean entrar el mercado público, esta obligación es asumida más a menudo por la empresa misma. Hay varias maneras para que una compañía proporcione liquidez. El método más directo de crear liquidez para el accionista es simplemente una compra no programada de acciones por parte de la empresa según lo permita el flujo de caja. Conforme el flujo de caja se vuelve más predecible, puede ser posible establecer un programa regular de compras de acciones de conformidad con un plan preestablecido.

Para proporcionar más susceptibilidad de predicción al proceso, muchas compañías convienen en volver a comprar acciones a la terminación del empleo. Estos contratos de recompra incluyen típicamente una disposición que permite que los pagos se distribuyan durante varios años con una tasa de interés de mercado sobre el valor de las acciones no compradas, cada programa proporciona varios niveles de liquidez en las diferentes etapas del desarrollo de la compañía.

Una manera de mitigar la necesidad de la recompra de las acciones por parte de la empresa al tiempo que permite a los empleados recibir efectivo por parte de sus acciones sin tener que abandonar la compañía es establecer una bolsa de valores interna.

Varias compañías han empezado a establecer dichos mecanismos, aunque la aplicabilidad de este concepto requiere generalmente que las empresas tengan un número relativamente grande de accionistas que estén dispuestos y sean capaces de emprender el gasto de registrar sus valores.

5.6 ASPECTOS FISCALES

Es importante considerar que hasta la fecha el gobierno no ha establecido algún tipo de beneficio tributario que sea atractivo tanto para propietario como empleados en los procesos de democratización de la propiedad, se presenta por tanto el régimen tributario general en lo concerniente al impuesto de renta y complementarios

Impuesto de Renta y Complementarios: El impuesto sobre la renta y sus complementarios son de carácter nacional, se consideran como un solo tributo y se estructuran en tres componentes:

Impuesto sobre la renta gravable. La tarifa del impuesto es del 35%. La base sometida al mismo es la renta gravable, que se obtiene de sumar todos los ingresos ordinarios y

extraordinarios susceptibles de producir un incremento neto del patrimonio y que no estén expresamente exceptuados en la ley. De esta suma se restan las devoluciones, rebajas y descuentos, así como los costos y deducciones imputables a tales ingresos.

Hay ciertos ingresos que no se encuentran sujetos a este impuesto. Dentro de este grupo se destacan los siguientes:

- la prima por colocación de acciones, mientras permanezca en superávit o se capitalice;
- el componente inflacionario de los rendimientos financieros, percibidos por personas naturales, que distribuyan los fondos de inversión, los fondos mutuos de inversión y los fondos de valores que provengan de títulos de deuda pública y de bonos y papeles comerciales de sociedades anónimas;
- las participaciones y dividendos, siempre que correspondan a utilidades que hayan sido declaradas en cabeza de sociedad;
- los pagos o abonos en cuenta por servicios técnicos o de asistencia técnica prestados por personas no residentes o no domiciliadas en el país; y,
- los ingresos originados en la conversión de títulos de deuda pública a títulos canjeables por certificados de cambio.

Las sociedades pueden compensar las pérdidas fiscales con las rentas que se obtengan dentro de los cinco períodos gravables siguientes. En el año en el que se compensen las pérdidas fiscales, éstas se tomarán ajustadas a la inflación anual correspondiente. Los descuentos tributarios se restan directamente del impuesto de renta determinado en la liquidación privada del contribuyente y en ningún caso pueden exceder el valor del impuesto básico de renta. Los más importantes son:

- aquellos que evitan la doble tributación: los impuestos pagados en el exterior por contribuyentes nacionales que perciban rentas de fuente extranjera, siempre y cuando el descuento no exceda el monto del impuesto de renta que se deba pagar en Colombia por esas mismas rentas; y los dividendos o participaciones recibidos por sociedades domiciliadas en cualquier país con el cual Colombia tenga suscrito un acuerdo o convenio de integración, en un monto equivalente al dividendo o participación multiplicado por la tarifa del impuesto sobre la renta a la que hayan sido sometidas las utilidades en cabeza de la sociedad que las generó; y,
- aquellos que incentiven las actividades productivas: el 35% del valor de los certificados de reembolso tributario (CERT) expedidos por el Banco de la República por la realización de exportaciones; el 20% de la inversión en reforestación certificada por el Inderena o por institutos o corporaciones especializadas en reforestación; el valor pagado por concepto del IVA en la adquisición y nacionalización de bienes de capital y equipo de computación en el caso de personas jurídicas; el valor pagado en concepto del IVA en bienes de capital adquiridos a través de *leasing*, si se hubiere pactado la opción de compra irrevocable (dicho descuento podrá ser tomado por parte de la compañía de *leasing* o cedido al usuario); y, el valor pagado por concepto del IVA en la compra de maquinaria pesada para industrias básicas.

Se encuentran exentas de este impuesto las siguientes rentas:

- Las utilidades que capitalicen o que se apropien como reservas para la rehabilitación, extensión y reposición de sistemas las empresas oficiales dedicadas a la prestación de servicios públicos domiciliarios de acueducto, alcantarillado y actividades complementarias y las empresas estatales o mixtas dedicadas al aseo se encuentran exentas hasta el año 2002.
- Las rentas de empresas dedicadas a la transmisión o distribución pública domiciliaria de energía eléctrica están exentas hasta el año 2002.
- Las rentas provenientes de la generación de energía eléctrica y del servicio público domiciliario de gas, telefonía local y telefonía móvil rural obtenidas por entidades oficiales o sociedades de economía mixta están exentas hasta el año 2003, sólo sobre las utilidades que capitalicen o que reserven para rehabilitación, extensión y reposición de sistemas. Los porcentajes empiezan en 1996 con el 100% y se va reduciendo gradualmente en un 10% hasta el año 2000; a partir del 2001, en un 20%, de tal forma que en el 2003 gravarán en su totalidad.
- Las rentas de empresas que se establezcan a partir de 1994 con el propósito de generar energía eléctrica con carbones de tipo térmico y energía solar como combustible primario están exentas por 20 años, de igual forma que para las empresas generadoras existentes o las que se reestructuren o se establezcan para generar y comercializar energía con base en recursos hídricos y de capacidad instalada inferior a 25.000 kw.
- Las zonas francas o personas jurídicas usuarias de zonas francas industriales de bienes y servicios.

Por su parte, las siguientes actividades gozan de exenciones y tratamientos especiales: están exentos del impuesto de renta y sus complementarios durante 20 años, contados a partir de 1993, las empresas editoriales nacionales dedicadas exclusivamente a la edición de libros, revistas o folletos de carácter científico o cultural, cuando la edición e impresión se realice en Colombia; y las rentas obtenidas por extranjeros tienen derecho a las exenciones contempladas en los tratados o convenios internacionales vigentes.

Impuesto de renta sobre los dividendos y las participaciones. Para las sociedades extranjeras sin domicilio en Colombia y para las personas naturales extranjeras sin residencia en el país, los dividendos o participaciones percibidos están sometidos al impuesto de renta con una tarifa del 7%, siempre y cuando dichos dividendos y participaciones hayan pagado impuestos en cabeza de la sociedad que los distribuyó. Si los dividendos y participaciones corresponden a utilidades que no pagaron impuesto en cabeza de la sociedad que los distribuyó, estarán sujetos a una retención por impuesto de renta del 35% más la tarifa anteriormente mencionada (7%). Dicho impuesto será retenido en el momento del pago o abono en cuenta. Sin embargo, si reinvierten en el país los dividendos o participaciones, el pago del impuesto con la tarifa del 7% se difiere mientras la reinversión se mantenga. Si la reinversión se mantiene por un período no inferior a cinco años, dichos dividendos o participaciones se exonerarán del pago de este impuesto.

Gastos deducibles de la renta. Son deducibles de la renta aquellos costos y gastos que tengan relación de causalidad con la actividad productora de renta. Estos gastos deben ser necesarios y proporcionales según criterio comercial, causados o efectivamente pagados en el año gravable correspondiente y que tengan relación de causalidad con la actividad productora de renta. Dentro de las deducciones se destacan las siguientes:

- Los impuestos efectivamente pagados durante el año o período gravable por concepto de industria y comercio, vehículos, registro, timbre e impuesto predial, siempre y cuando tengan relación de causalidad con la renta del contribuyente.
- La depreciación de activos fijos, que se debe calcular sobre su costo ajustado por inflación para los activos adquiridos a partir de 1992.
- La amortización de inversiones. Se pueden incluir, entre otros, los siguientes egresos como inversión: los estudios de factibilidad, instalación, organización, los de desarrollo e investigación, así como los de las primas de cesión de negocios y los de compra de intangibles. Las inversiones pueden amortizarse en un término no inferior a cinco años, salvo que se demuestre que por la naturaleza o duración del negocio la amortización deba hacerse en un plazo inferior.
- La inversión nueva realizada en reforestación, en plantaciones de olivo, cacao, coco, palma de aceite, caucho, frutales, en obras de riego y drenaje, en pozos profundos y silos; la deducción está limitada al 20% de la renta líquida del contribuyente.
- La inversión en investigación científica o tecnológica y en control o mejoramiento del medio ambiente, igualmente limitada al 20% de la renta líquida del contribuyente, determinada antes de restar el valor de la inversión.
- Los intereses pagados a entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria son deducibles en su totalidad, siempre y cuando sean certificados por la entidad beneficiaria.
- Deducción de ajustes por diferencia en cambio, cuando los pagos efectuados en divisas extranjeras sean estimados por el precio de adquisición de las divisas en pesos colombianos.
- Los gastos incurridos en el exterior que tengan relación de causalidad con rentas de fuente colombiana, siempre y cuando se hayan efectuado las correspondientes retenciones en la fuente y que lo pagado constituya renta gravable en Colombia para el beneficiario del pago. La deducción de los gastos en el exterior para la obtención de rentas gravables en Colombia está limitada al 15% de la renta líquida gravable antes de la deducción de dichos gastos en el exterior.

Impuesto sobre ganancias ocasionales. La tarifa del impuesto es del 35%; se aplica con la misma tarifa sobre las ganancias ocasionales de sociedades extranjeras de cualquier naturaleza. Se consideran como ingresos de ganancia ocasional los causados por las ganancias no operacionales obtenidas por la venta de activos, las utilidades originadas en la liquidación de sociedades, las ganancias provenientes de herencias, legados y donaciones y las ganancias por loterías, rifas, apuestas y similares.

Impuesto de remesas. Se causa por la transferencia al exterior de rentas y ganancias ocasionales percibidas en Colombia por compañías con inversión extranjera, así como por la obtención de utilidades por parte de sucursales de entidades extranjeras, las cuales se entienden remesadas al exterior. La tarifa del impuesto es del 7%.

Cuando son utilidades, se tienen en cuenta las obtenidas en Colombia durante el anterior año gravable, incluyendo los dividendos y las participaciones que obtengan las sucursales de sociedades extranjeras. Cuando se trata de comisiones, honorarios, regalías, arrendamientos, compensación por servicios profesionales, explotación de propiedad industrial (know how), prestación de servicios técnicos o asesoría técnica, la base será el resultado de restar del pago o abono en cuenta el impuesto de renta.

Las excepciones a este impuesto son: los dividendos y las participaciones; los intereses de créditos obtenidos en el exterior por ciertas empresas; los pagos o abonos realizados en concepto de servicios técnicos y asistencia técnica prestados desde el exterior; las regalías, hasta un monto máximo equivalente al 3% de las ventas o producción total de la empresa en la cual se originen; y la reinversión de utilidades, por un período no inferior a cinco años.

Régimen especial de estabilidad tributaria. Se aplica la tarifa general de impuesto a la renta más dos puntos porcentuales, es decir, el 37%. Las personas jurídicas que se acojan a este régimen suscribirán un contrato por diez años con el Estado mediante el cual quedarán obligadas a pagar una tarifa superior en dos puntos porcentuales a la tarifa general del impuesto de renta y sus complementarios. Así, cualquier tributo o contribución que se establezca con posterioridad a la suscripción del contrato y durante la vigencia del mismo o cualquier incremento en las tarifas del impuesto de renta y complementarios que se decreta no les será aplicable. Adicionalmente, si durante ese lapso se reduce la tarifa del impuesto de renta y sus complementarios, la tarifa aplicable será igual a la nueva tarifa aumentada en dos puntos porcentuales.

CONCLUSIONES

1. Se considera que una empresa en la que los empleados piensan y actúan como propietarios crea una sinergia que contribuye a mejorar el desempeño organizacional, la empresa se beneficia al conseguir que sus empleados traten a los clientes cuidadosamente, busquen permanentemente oportunidades para crear eficiencias en el desarrollo de sus trabajos y para que asuman responsabilidades. Los empleados se benefician al trabajar en un entorno que los reta, valora sus opiniones e ideas, y los recompensa con un porción de propiedad.
2. La puesta en funcionamiento de un modelo de participación del empleado en la propiedad a través de acciones es relativamente complejo, debido al exhaustivo análisis de factibilidad que se tiene que hacer del plan antes de su puesta en marcha, este análisis debe abarcar un sin número de áreas que lo afectan: cultural, legal, financiera, organizacional entre otras.
3. Una política de estímulo y fomento de la participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas en América Latina, debe ser un proceso “asistido”. En el avance y progreso de este nuevo enfoque será necesario tener en consideración diversas medidas y políticas, para superar las principales dificultades que se presentan: en primer lugar el elevado desempleo y la profunda desigualdad; en segundo lugar, los obstáculos que coloca la estructura de las empresas; y en tercer lugar, la importante dificultad que representa la gran concentración del crédito.
4. El desarrollo tímido del artículo 60 de la Constitución, no ha contribuido a que el proceso de Privatización Colombiano se convierta en un eje de la democratización de la propiedad de las Empresa del Estado. Por tanto en próximos y futuros procesos se espera que el Estado adopte las “medidas conducentes” para desconcentrar la propiedad y ampliar la base accionaria que faciliten el acceso de los trabajadores, sector solidario y público en general por medio de facilidades de pago, plazos con períodos de gracia, acceso a la financiación, precios bajos, descuentos, ventas por tramos, fase intermedia entre la operación con trabajadores y sector solidario y los inversionistas institucionales, restricciones a las adquisiciones individuales o societarias, entre otras.
5. Los procesos de Privatización en Colombia requieren ser analizados con mayor detenimiento, evaluando si los costos presentes y futuros de estas decisiones realmente logran transformar el panorama de las finanzas públicas y si son sustanciales los beneficios para la sociedad en su conjunto. Con el propósito que se conviertan en instrumentos promotores de una mayor igualdad y equidad

principalmente en la generación de oportunidades, armonía y convivencia que hoy necesitamos los colombianos para salir de la crisis social y económica que presentamos.

6. Es necesario que el gobierno establezca una legislación que regule y favorezca el modelo Empleado- propietario, cuyo objetivo central sea promover el acceso de los trabajadores a la propiedad de las empresas privadas, una mejor distribución del ingreso y el estímulo a una gestión empresarial participativa. Como el caso de la experiencia internacional más exitosa—la estadounidense. Así mismo tener en cuenta un marco legal que estimule la permanencia de los trabajadores como propietarios de sus empresas.
7. Es bastante probable que en las primeras etapas de implementación de este tipo de modelos en nuestro país tenga una mayor acogida en empresas con estructuras organizacionales que presenten mayor proporción de trabajadores profesionales y mandos medios, que las que tienen gran cantidad de trabajadores operativos, debido a que los primeros podrían estar más interesados en conocer y participar en alguna clase de plan frente a los trabajadores operativos quienes necesitarían una mayor capacitación para entender y superar las barreras culturales existentes entre empleado- propietario.

BIBLIOGRAFÍA

PEYREFITTE, Alain. La Sociedad de la Confianza. Editorial Andrés Bello, Santiago de Chile, 1996.

KELSO, Louis y Patricia. Democracia y Poder Económico, Estados Unidos, 1986.

CID, Luis. Propiedad de los Empleados y Privatización (ESOPs): Una Oportunidad para Ser Propietarios de Bienes Productivos.

RIESCO, Manuel. Investigación: ¿La Propiedad? ¡Todo el Poder a los Trabajadores!. Chile 1997.

GUAJARDO, Claudia. Investigación: ¿Tienen Éxito los Empleados como Propietarios de Compañías? México 1995.

OGLIASTRI, Marcela. Democratización de la Propiedad Accionaria del Estado. Superintendencia de Sociedades. Bucaramanga, 1997.

AYOS, Karen Patricia. Participación de los Trabajadores en la Gestión de la Empresa. Universidad Sergio Arboleda. Bogotá, 2001.

TEZNA, Cesar Augusto. AMÉZQUITA, Luis Eduardo. Evaluación Del Desempeño de la Empresas Privatizadas. Universidad ICESI. Cali, 2002.

CHAVARRO, Claudia Marcela. DIAZ, Mónica Alejandra. Estudio de Empresas Privatizadas y Empresas No Privatizadas. Universidad ICESI. Cali, 2003.

BARRERO BUITRAGO, Alvaro. Manual para el establecimiento de sociedades. Ediciones Librería del Profesional, Bogotá 1996.

GARCÍA SERNA, Oscar León. Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones. 3ª ed. Prensa Moderna Impresores S.A., Cali, 1999.

FOGAFIN. Revista Apuntes Fiscales. Balance de Gestión 1998-2002.

www.nceo.org

www.fed.org

www.kelsoinstitute.org

www.workerownership.org

www.employeeownershipfoundation.org

Anexo 1. 100 Compañías de los EE.UU. con participación del empleado en la propiedad mayor o igual al 50%

Compañía	Ciudad	Estado	Plan	Industria	No. Empleados
Publix Supermarkets	Lakeland	FL	ESOP, stock purchase	Supermarkets	121,150
Science Applications Intl.	San Diego	CA	ESOP & others	computer systs/R&D	41,000
Hy-Vee	W Des Moines	IA	profit sharing	Supermarkets	40,000
Lifetouch	Minneapolis	MN	ESOP	photography studios	12,000
CH2M Hill, Inc.	Denver	CO	stock purchase	engnrng & constr	10,500
Brookshire Brothers	Lufkin	TX	ESOP	Supermarkets	10,200
Graybar Electric	St Louis	MO	stock purchase	electric eqmnt whls	10,000
Nypro	Clinton	MA	ESOP	plastics mfr	9,300
Parsons Corp.	Pasadena	CA	ESOP	engrng, mining, constr.	9,000
Amsted Industries	Chicago	IL	ESOP	industrial mfr	9,000
Andersen Corp.	Bayport	MN	ESOP	window mfr.	7,700
W.L. Gore Associates	Newark	DE	ESOP	manufacturer ("Gore-Tex®")	7,000
WinCo	Boise	ID	ESOP	Supermarkets	7,000
Tharaldson Motels	Fargo	ND	ESOP	motel mgt	6,950
Austin Industries	Dallas	TX	ESOP	Construction	6,500
Davey Tree Expert Co.	Kent	OH	ESOP	tree service	6,000
Ferrell Companies	Liberty	MO	ESOP	gas distribution	5,100
Houchens Food Store	Bowling Green	KY	ESOP	Supermarkets	5,000

Guckenheimer Enterprises	Redwood City	CA	ESOP	food distribution	5,000
Journal Communications	Milwaukee	WI	stock purchase	newspapers/media	4,500
Schreiber Foods	Green Bay	WI	ESOP	cheese mfr.	4,200
Herff Jones	Indianapolis	IN	ESOP	awards and gifts	3,800
B.C. Rogers Poultry	Morton	MS	ESOP	poultry proc.	3,800
Vance International	Oakton	VA	ESOP	Security	3,650
Hensel-Phelps Inc.	Greeley	CO	ESOP	Construction	3,100
HDR, Inc.	Omaha	NE	ESOP	Engineering	3,100
American Cast Iron Pipe	Birmingham	AL	stock trust	Foundry	3,000
Columbia Forest Products	Portland	OR	ESOP	Plywood	3,000
Harp's Food Stores, Inc.	Springdale	AR	ESOP	Supermarkets	3,000
KI	Green Bay	WI	profit sharing	furniture mfr	3,000
Appleton Papers	Appleton	WI	ESOP	paper mfr	2,600
Medicalodges	Coffeyville	KS	ESOP	nursing homes	2,500
McCarthy Building Companies	St Louis	MO	ESOP	Construction	2,300
National Spinning Company	New York City	NY	ESOP	Textiles	2,250
Tandycrafts	Ft. Worth	TX	ESOP	Crafts	2,200
Stiefel Labs	Coral Gables	FL	ESOP	pharmaceuticals	2,120
Rosendin Electric	San Jose	CA	ESOP	electrical work	2,000
Jerome Foods	Barron	WI	ESOP	poultry processor	2,000
Gensler & Associates	SF	CA	ESOP	Architecture	2,000
Cianbro Corp.	Pittsfield	ME	profit sharing	Construction	2,000
Woodman's	Janesville	WI	ESOP	Supermarket	1,950
Norcal Waste Systems	SF	CA	ESOP	waste disposal	1,900
Osmose	Buffalo	NY	ESOP	Telephone poles	1,900
Crucible Materials	Solvay	NY	ESOP	steel mfr	1,900
Bureau of Natl. Affairs Inc.	Washington	DC	direct purchase	Publisher	1,800
Tidyman's	Green Acres	WA	ESOP	Supermarkets	1,800

Weston Solutions	West Chester	PA	ESOP	environmental engineering	1,800
Okonite Company	Ramsey	NJ	ESOP	Wire & cable mfr	1,700
Burns & McDonnell Engr. Co.	Kansas City	MO	ESOP	engnr/archtctr	1,700
Alion Science and Technology	McLean	VA	ESOP	Research	1,700
Dahl's Inc.	Des Moines	IA	ESOP	Supermarkets	1,600
DeRosa Corporation	Eau Claire	WI	ESOP	Restaurants	1,550
Greenheck Fan	Schofield	WI	ESOP	industrial fans	1,500
Dunn Edwards Paint Company	Los Angeles	CA	ESOP	paint mfr	1,500
Martin & Bayley	Carmi	IL	ESOP	convenience stores	1,500
Kleinfelder	Walnut Creek	CA	ESOP	Engineering	1,400
Carter's Inc.	Charlotte	MI	ESOP	Supermarkets	1,400
Terracon	Lenexa	KS	ESOP	constlg engrs	1,400
Lewis Tree Service	Rochester	NY	ESOP	Tree service	1,400
STV Group	Pottstown	PA	ESOP	engnr,arch serv	1,375
Charles Machine Works	Perry	OK	ESOP	Backhoes	1,315
John Henry Company	Lansing	MI	ESOP	Real est dev, printing	1,300
Acadian Ambulance	Lafayette	LA	ESOP	ambulance svc	1,300
ASC	Chantilly	VA	ESOP	government contractor	1,300
Hot Dog on a Stick	Carlsbad	CA	ESOP	Fast food outlets	1,300
Mulay Plastics	Addison	IL	ESOP	Plastics	1,275
Ebby Halliday Realtors	Dallas	TX	ESOP	Real estate	1,200
The Jefferies Group	Los Angeles	CA	ESOP	securities dealer	1,200
Sundt Corp.	Tucson	AZ	ESOP	Construction	1,175
Bradford White	Ambler	PA	ESOP	water heaters	1,120
Antioch Publishing	Yellow Springs	OH	ESOP	Printing	1,100
Brown and Caldwell	Concord	CA	ESOP	Engineering	1,100
Zandex	Zanesville	OH	ESOP	Nursing homes	1,100
Alliance Holdings	Columbus	OH	ESOP	holding company	1,100
BHA Group	Kansas City	MO	ESOP	air pollution equip	1,025
Abt Associates	Cambridge	MA	ESOP	cnsltg/rsrch	1,000
Rieth-Riley	Goshen	IN	ESOP	asphalt mfr	1,000

Construction					
Food Giant	Sikeston	MO	ESOP	Supermarkets	1,000
Yoke's	Spokane	WA	ESOP	Supermarkets	1,000
Carris Reels Inc.	Rutland	VT	ESOP	cable reels,furniture	1,000
Aspen Systems Corp.	Rockville	MD	ESOP	computer services	900
Swales Aerospace	Beltsville	MD	ESOP	Aerospace	900
Travel and Transport	Omaha	NE	ESOP	travel agency	900
Springfield Remanufacturing	Springfield	MO	ESOP	engine rebuilding	900
Russ' IGA	Lincoln	NE	ESOP	Supermarkets	850
BRB Contractors	Topeka	KS	ESOP	Construction	840
Wilbur Smith & Associates	Columbia	SC	ESOP	prof srvcs	820
Scitor	Purcellville	VA	ESOP	Aerospace	800
Digital Transmission Service	Norcross	GA	ESOP	Telecom	770
Somerset Tire Service	Bound Brook	NJ	ESOP	tire retail	750
Fred Weber	Maryland Hts	MO	ESOP	Contractor	750
Golder Associates (USA)	Atlanta	GA	stock purchase	Engineering	750
American Excelsior	Arlington	VA	ESOP	Sawmill products	743
Worcester Textile Co.	N. Providence	RI	ESOP	Textiles	700
John McMullen Associates	Arlington	VA	ESOP	naval engnrg	700
The Mosser Group	Fremont	OH	ESOP	Construction	700
Kendall Electric	Battle Creek	MI	ESOP	electrical sppls	700
Walman Optical	Minneapolis	MN	ESOP	optical sppls	680
Rockford Products Corp.	Rockford	IL	ESOP	threaded fasteners	675
CPES	Tucson	AZ	ESOP	Human svcs	675

Fuente: <http://www.nceo.org>

ANEXO 2. DECRETO 2474 DE 1948

Hace referencia “A aquéllas medidas de orden económico y social enderezadas a obtener el rápido restablecimiento del orden público, el mejoramiento de las condiciones de vida de la clase trabajadora y el incremento del nivel de sus ingresos relacionados directamente con el orden público económico, y social para combatir el desequilibrio de diferentes grupos económicos, estableciendo fórmulas que armonicen los intereses del capital y del trabajo en las distintas empresas; se deben tomar las medidas tendientes a garantizar una equitativa participación del trabajador en las utilidades de la empresa, superiores a determinados límites a fin de que el trabajador goce de un estímulo por su mayor esfuerzo y eficacia a la vez que reciba una compensación por el mayor costo de vida, que guarde relación con el grado de sus obligaciones familiares.

Art. 1º.- Este artículo fija los siguientes elementos: Patrimonio de las empresas comerciales que sea o exceda de cien mil pesos (\$100.000.00) y que ocupen más de 20 trabajadores permanentes, las industriales cuyo patrimonio sea o exceda de cien mil pesos (\$100.000.00) y que ocupen más de 30 trabajadores permanentes, las agrícolas y forestales cuyo patrimonio sea o exceda de doscientos mil pesos (\$200.000.00) y que ocupen más de treinta trabajadores permanentes, y las ganaderas cuyo patrimonio sea o exceda de doscientos mil pesos (\$200.000.00) y que ocupen más de 20 trabajadores permanentes, tienen obligación de distribuir una parte de las utilidades que excedieran determinada rata de rendimiento entre los trabajadores que presten servicios personales en forma permanente.

Art. 2º.- Se entiende por empresa para efectos del presente Decreto toda organización que asumiendo los riesgos de una actividad económica en la realización de un determinado proceso agrícola, ganadero, industrial y comercial, admite asalariados y asume el pago de servicios personales, bien sea que pertenezca a una persona natural o jurídica.

Art. 3º.- Se entiende por trabajador, toda persona natural que celebre con la empresa un contrato de trabajo ajustado a los principios y requisitos que señala el decreto 2187 de 1945.

Art. 4º.- La participación de las utilidades tendrá por base las ganancias en exceso del 12% sobre el patrimonio, liquidada a la empresa de acuerdo con las normas del impuesto sobre la renta y complementario con las siguientes exenciones.....

Art. 6º.- El trabajador sólo tendrá derecho a participación de utilidades en la empresa a que preste sus servicios personales. Por lo tanto si en la declaración de renta apareciere que esta proviene de distintas fuentes o actividades económicas, el funcionario liquidador determinará por separado las rentas de cada una de las empresas...

Art. 10º.- La distribución de utilidades entre los trabajadores se efectuará por medio de cuotas de participación con base en los siguientes factores:

- a. Salario;
- b. Obligaciones de familia;
- c. Antigüedad;
- d. Asiduidad;
- e. Eficiencia y probidad.

Art. 30.- Las sumas que el trabajador recibiere por concepto de participación en las utilidades de la empresa, no se computarán en la remuneración para efectos de la liquidación del auxilio de cesantía y demás prestaciones sociales.

Art. 31.- La participación de utilidades que se establece por el presente Decreto no da derecho alguno al trabajador o trabajadores para intervenir en la dirección o administración de la empresa, ni para inspeccionar la contabilidad de ésta. La inspección a que hubiere lugar para los fines de este Decreto, corresponderá sólo al Estado.²

². Diario Oficial del 24 de Julio de 1948. Págs 445 a 447.

ANEXO 4. DECRETO 260 DE 1950

Art. 14.- El reparto o distribución individual de las utilidades entre los trabajadores de una empresa o de sus diferentes unidades económicas se efectuarán por el propio empresario, teniendo como base la suma global que señale a la empresa o respectiva unidad económica de acuerdo con los artículos 12 y 13 del presente Decreto por el sistema de cuotas o puntos de participación en función de los siguientes factores:

- a. Cuantía del salario mensual básico, con la sola inclusión de horas extras, o sea el que resulte de dividir por 12 la suma devengada o percibida por tales conceptos en el periodo gravable con el impuesto sobre la renta de que se trate.
- b. Obligaciones de familia.
- c. Antigüedad.
- d.
- e. Asiduidad.
- f. Eficiencia y probidad³

³. Diario Oficial 1950. Pág. 465.

ANEXO 5. LEY 226 DE 1995

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

Ver.: Decreto 1171 de 1996, Decreto 2205 de 1999, Decreto 1639 de 1996, Decreto 2621 de 2000

El Congreso de la República de Colombia,

DECRETA:

Artículo 1o. Campo de aplicación. La presente Ley se aplicará a la enajenación, total o parcial, a favor de particulares, de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, de propiedad del Estado y, en general, a su participación en el capital social de cualquier empresa.

La titularidad de la participación estatal está determinada bien por el hecho de que las acciones o participaciones sociales estén en cabeza de los órganos públicos o de las personas jurídicas de la cual éstos hagan parte, o bien porque fueron adquiridas con recursos públicos o del Tesoro Público.

Para efectos de la presente Ley, cuando se haga referencia a la propiedad accionaria o a cualquier operación que sobre ella se mencione, se entenderán incluidos los bonos obligatoriamente convertibles en acciones, lo mismo que cualquier forma de participación en el capital de una empresa.

Principios generales

Artículo 2o. Democratización. Todas las personas, naturales o jurídicas, podrán tener acceso a la propiedad accionaria que el Estado enajene. En consecuencia, en los procesos de enajenación se utilizarán mecanismos que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia y procedimientos que promuevan la masiva participación en la propiedad accionaria. La Ley 80 de 1993 no es aplicable a estos procesos de enajenación accionaria.

Artículo 3o. Preferencia. Para garantizar el acceso efectivo a la propiedad del Estado, se otorgarán condiciones especiales a los sectores indicados en el siguiente inciso, encaminadas a facilitar la adquisición de la participación social estatal ofrecida, de acuerdo al artículo 60 constitucional.

Serán destinatarios exclusivos de las condiciones especiales: los trabajadores activos y pensionados de la entidad objeto de privatización y de las entidades donde esta última tenga participación mayoritaria; los ex trabajadores de la entidad objeto de privatización y de las entidades donde esta última tenga participación mayoritaria siempre y cuando no

hayan sido desvinculados con justa causa por parte del patrono; las asociaciones de empleados o ex empleados de la entidad que se privatiza, 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, por la legislación cooperativa.

Artículo 4o. Protección del patrimonio público. La enajenación de la participación accionaria estatal se hará en condiciones que salvaguarden el patrimonio público. El recurso del balance en que se constituye el producto de esta enajenación, se incorporará en el presupuesto al cual pertenece el titular respectivo para cumplir con los planes de desarrollo, salvo en el caso de que haga parte de los fondos parafiscales, en cuyo evento se destinará al objeto mismo de la parafiscalidad.

Artículo 5o. Continuidad del servicio. Cuando se enajene la propiedad accionaria de una entidad que preste servicios de interés público, se tomarán las medidas necesarias para garantizar la continuidad del servicio.

Procedimientos de enajenación

Artículo 6o. El Gobierno decidirá, en cada caso, la enajenación de la propiedad accionaria del nivel nacional, a que se refiere el artículo primero de la presente Ley, adoptando un programa de enajenación, diseñado para cada evento en particular, que se sujetará a las disposiciones contenidas en esta Ley.

Artículo 7o. Corresponderá al Ministerio titular o a aquel al cual estén adscritos o vinculados los titulares de la participación social, 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.

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. Esta valoración, además de las condiciones y naturaleza del mercado, deberá considerar las variables técnicas tales como la rentabilidad de la institución, el valor comercial de los activos y pasivos, los apoyos de la Nación, que conduzcan a la determinación del valor para cada caso de enajenación.

Parágrafo. Los programas de enajenación de acciones cuya titularidad corresponda a las entidades territoriales, de las sociedades de economía mixta tele asociadas, en las cuales exista participación de capital de Telecom, sólo podrán ejecutarse a partir del primero de enero de 1998.

Del diseño del programa de enajenación se enviará copia a la Defensoría del Pueblo para que ésta, si lo considera necesario, tome las medidas conducentes para garantizar la transparencia del mismo.

Artículo 8o. El ministro del ramo respectivo y el Ministro de Hacienda y Crédito Público presentarán el proyecto de programa de enajenación a consideración del Consejo de Ministros, el cual, previo concepto favorable, lo remitirá al Gobierno para su posterior aprobación.

Parágrafo. El plan de enajenación anual en forma global con sus avalúos preliminares respectivos, debe ser presentado para su conocimiento al Congreso de la República durante los primeros 60 días del año.

El Ministerio de Hacienda en un término de dos meses contados a partir de la vigencia de la presente Ley, presentará al Congreso una relación de las empresas estatales nacionales que pasan por un mal momento económico.

Artículo 9o. La enajenación de la participación accionaria se hará utilizando mecanismos que contemplen condiciones de amplia publicidad y libre concurrencia.

Cuando se utilicen las operaciones de martillo se realizarán de conformidad con los reglamentos de funcionamiento de los martillos de las bolsas de valores y las reglas para su operación fijadas por la Superintendencia de Valores.

Artículo 10. Además de lo establecido en las disposiciones legales, el contenido del programa de enajenación, en cada caso particular, comprenderá los siguientes aspectos:

1. Establecerá las etapas en que se realizará el procedimiento de enajenación, teniendo en cuenta que, de manera privativa, la primera etapa estará orientada a los destinatarios de las condiciones especiales indicados en el artículo tercero de la presente Ley.
2. Incluirá las condiciones especiales a las cuales se refiere el artículo siguiente de la presente Ley.
3. Dispondrá la forma y condiciones de pago del precio de las acciones.
4. Fijará el precio mínimo de las acciones que en desarrollo del programa de enajenación no sean adquiridas por los destinatarios de las condiciones especiales, el cual, en todo caso, no podrá ser inferior al que determinen tales condiciones especiales.
5. Indicará los demás aspectos para la debida ejecución del programa de venta.

Artículo 11. La enajenación accionaria que se apruebe para cada caso particular, comprenderá las siguientes condiciones especiales, de las cuales serán destinatarios exclusivos los mencionados en el artículo tercero de la presente Ley.

1. Se les ofrecerá en primer lugar y de manera exclusiva la totalidad de las acciones que pretenda enajenarse.
2. Se les fijará un precio accionario fijo equivalente al precio resultante de la valoración prevista en el artículo séptimo de la presente Ley, el cual tendrá la misma vigencia que el de la oferta pública, siempre y cuando, dentro de la misma, no hubiesen existido interrupciones. En caso de existir interrupción o transcurrido el plazo de la oferta, se podrá

ajustar el precio fijo por parte del Gobierno siguiendo los parámetros indicados en dicho artículo séptimo.

3. La ejecución del programa de enajenación se iniciará cuando el titular, o una o varias instituciones, hayan establecido líneas de crédito o condiciones de pago para financiar la adquisición de las acciones en venta, que impliquen una financiación disponible de crédito no inferior, en su conjunto, al 10% del total de las acciones objeto del programa de enajenación, las cuales tendrán las siguientes características:

- a) El plazo de amortización no será inferior a cinco años;
- b) La tasa de interés aplicable a los adquirentes destinatarios de las condiciones especiales no podrá ser superior a la tasa de interés bancario corriente certificada por la Superintendencia Bancaria, vigente al momento del otorgamiento del crédito;
- c) El período de gracia a capital no podrá ser inferior a un año. Los intereses causados durante dicho período de gracia podrán ser capitalizados, para su pago, junto con las cuotas de amortización a capital;
- d) Serán admisibles como garantía las acciones que se adquieran con el producto del crédito . El valor de las acciones, para determinar la cobertura de la garantía, será el precio fijo, inicial o ajustado, de venta de aquéllas.

4. Cuando los adquirentes sean personas naturales, podrán utilizar las cesantías que tengan acumuladas, con el objeto de adquirir estas acciones.

Conc.: Decreto 1171 de 1996

Artículo 12. Como consecuencia de la ejecución del programa:

- 1. Se procederá a cambiar los estatutos, si es del caso.
- 2. Se perderán los privilegios y terminarán las obligaciones que la entidad tenía, por sustentar el carácter de pública, de acuerdo con el porcentaje de acciones que queden en manos de los particulares.

Conc: Decreto 1639 de 1996

3. Cesará toda responsabilidad originada en estas acciones por parte de los órganos públicos que sustentaban su titularidad, salvo aquella determinada por la ley o la que expresamente se haya exceptuado en el programa de enajenación.

4. Se adoptarán las demás medidas que correspondan al cambio de titularidad de las acciones.

Artículo 13. Cuando el Estado decida enajenar las acciones de una empresa, el Gobierno excluirá del programa de enajenación los derechos que tal entidad posea sobre

fundaciones, obras de arte y en general bienes relacionados con el patrimonio histórico y cultural.

Tales bienes y derechos serán transferidos a favor de la Nación o de la entidad pública de carácter nacional que el Gobierno determine.

Medidas para garantizar la democratización
de la propiedad accionaria

Artículo 14. El programa de enajenación que para cada caso expida el Gobierno dispondrá las medidas correspondientes para evitar las conductas que atenten contra los principios generales de esta Ley. Estas medidas podrán incluir la limitación de la negociabilidad de las acciones, a los destinatarios de condiciones especiales, hasta por dos (2) años a partir de la fecha de la enajenación; en caso de producirse la enajenación de dichas acciones antes de dicho plazo se impondrán multas graduales de acuerdo con el tiempo transcurrido entre la adquisición de las acciones y el momento de enajenación, dichas sanciones se plasmarán en el programa de enajenación.

Sin perjuicio de las disposiciones penales que le sean aplicables, si en cualquier momento se determina que la adquisición se realizó en contravención a estas disposiciones o a las que la reglamenten para cada caso en particular sobre el beneficiario o adquirente real, el negocio será ineficaz.

Sin perjuicio de las limitaciones que se puedan imponer a los destinatarios de condiciones especiales, los cargos del nivel directivo de la entidad en el proceso de privatización, sólo, podrán adquirir acciones por un valor máximo de cinco (5) veces su remuneración anual.

Artículo 15. La nulidad absoluta de los contratos de compraventa de acciones de entidades estatales sólo podrán ser alegada por las partes contratantes o por el Ministerio Público. La nulidad relativa sólo la podrá alegar aquel en cuyo favor está establecida.

En caso de ineficacia o de declaratoria de nulidad de los contratos de compraventa de acciones, sólo habrá lugar a la restitución de las acciones cuando el órgano público vendedor así lo solicite. En todo caso, no habrá lugar a obtener la restitución de acciones que se encuentran en poder de terceros de buena fe. Cuando no haya lugar a la restitución sólo podrá haber lugar a las reparaciones pecuniarias correspondientes.

Estas disposiciones, por ser de carácter procedimental, son de aplicación inmediata.

Inexequible: C-343-96

Exequible: C-343-96

"Es entendido que la nulidad absoluta de los contratos previstos en la norma que se declara exequible también podrá ser alegada por quien tenga un interés legítimo, que hubiere participado en el proceso de enajenación, o hubiere sufrido lesión o perjuicio dentro del mismo por violación de la normatividad constitucional aplicable."

Artículo 16. En el programa de enajenación que para cada caso se adopte el Gobierno determinará el órgano encargado de otorgar las autorizaciones relacionadas con la adquisición de un porcentaje determinado de las acciones ofrecidas en venta y de las condiciones que deba reunir cada potencial adquirente, con el fin de preservar la continuidad del servicio.

Otras disposiciones

Artículo 17. Las entidades territoriales y sus descentralizadas, cuando decidan enajenar la participación de que sean titulares, se regirán por las disposiciones de esta Ley, adaptándolas a la organización y condiciones de cada una de éstas y aquéllas.

Los Concejos Municipales o distritales o las Asambleas Departamentales, según el caso autorizarán, en el orden territorial las enajenaciones correspondientes.

Artículo 18. Sin perjuicio de lo dispuesto en la presente Ley, cuando se trate de la enajenación de participación del Estado o del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras en instituciones financieras o entidades aseguradoras, se aplicarán las disposiciones del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Conc.: Decreto 1639 de 1996

Artículo 19. No estarán incluidos dentro de los beneficiarios de condiciones especiales los fondos parafiscales, los fondos agropecuarios y pesqueros, incluyendo los fondos ganaderos y el Fondo Nacional del Café.

Artículo 20. La enajenación accionaria que se realice entre órganos estatales no se ajusta al procedimiento previsto en esta Ley, sino que para este efecto, se aplicarán únicamente las reglas de contratación administrativa vigentes. Así mismo, la venta de activos estatales distintos de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones sólo se sujetará a las reglas generales de contratación.

Artículo 21. Con el propósito de facilitar los procesos de enajenación de la propiedad accionaria estatal y la intermediación de valores, las sociedades comisionistas de bolsa podrán tener agentes y mandatarios para el desarrollo de su actividad, sin perjuicio de que la Superintendencia de Valores determine las reglas que considere necesarias para su adecuado funcionamiento.

Artículo 22. La enajenación accionaria de los fondos ganaderos se hará conforme a lo dispuesto en la ley que regula la materia.

Artículo 23 . El 10% del producto neto de la enajenación de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, con exclusión de las correspondientes a las entidades financieras, se invertirá, por parte del Gobierno, en la ejecución de proyectos de desarrollo regional en la misma entidad territorial, departamental o distrital en la cual esté ubicada la actividad principal de la empresa cuyas acciones se enajenen.

Artículo 24. Cuando se produzcan decisiones judiciales que declaren la nulidad de los contratos de compraventa de acciones enajenadas a particulares por hechos no atribuibles a los compradores, el Gobierno podrá adoptar las medidas que considere

convenientes destinadas a mantener la estabilidad de la empresa vendida, y podrá propiciar la continuidad de la participación privada en las mismas.

El Gobierno podrá tomar medidas tendientes a brindarles confianza y seguridad a los adquirentes y que prevengan perjuicios derivados de la acción del Estado por los eventos previstos en el inciso anterior.

Artículo 25. Las entidades vendedoras, directamente o a través de firmas especializadas, podrán realizar actividades de promoción de programas de enajenación de que trata la presente Ley con el fin de facilitar y organizar la participación de los beneficiarios de condiciones especiales en dichos programas. Para garantizar el cumplimiento de este propósito, las ofertas que se realicen a los beneficiarios de las condiciones especiales deberán realizarse durante un plazo mínimo de dos (2) meses.

Artículo 26. La presente Ley rige a partir de la fecha de su publicación y deroga las disposiciones que le sean contrarias, entre otras, el parágrafo 3 del artículo 311 del Decreto 663 de 1993.

Dada en Santafé de Bogotá, D. C., a los ...

El Presidente del Senado de la República, Julio César Guerra Tulena.

El Secretario General del Senado de la República, Pedro Pumarejo Vega.

El Presidente de la Cámara de Representantes, Rodrigo Rivera Salazar.

El Secretario General de la Cámara de Representantes, Diego Vivas Tafur.

REPUBLICA DE COLOMBIA - GOBIERNO NACIONAL

Publíquese y ejecútese.

Dada en Santafé de Bogotá, D. C., a 20 de diciembre de 1995.

ERNESTO SAMPER PIZANO

El Ministro de Hacienda y Crédito Público, Guillermo Perry Rubio.

**ANEXO 6. CIRCULAR EXTERNA No. 028 (24 NOV. 1997) Y CIRCULAR EXTERNA
Nº. 16 (30 OCT 1997)**

CIRCULAR EXTERNA No. 028 (24 NOV. 1997)

Señores

REPRESENTANTES LEGALES, MIEMBROS DE JUNTAS DIRECTIVAS Y REVISORES
FISCALES.

Sociedades Vigiladas y Controladas

Ciudad

Ref. : ESCISION DE SOCIEDADES

I. COMPETENCIA:

De conformidad con los numerales 7. del artículo 84 y 2. del artículo 85 de la Ley 222 de 1995, la Superintendencia de Sociedades está facultada para autorizar la escisión de sociedades sometidas a su vigilancia o control.

Por lo tanto, a fin de que las sociedades que se encuentren sometidas a vigilancia o control dispongan de información suficiente para agilizar los trámites que deben adelantarse ante la entidad para obtener dicha autorización, a continuación se hace una relación pormenorizada de los requisitos que deben cumplirse para el efecto.

II. DOCUMENTOS

A la petición que debe hacerla el representante legal de la escindida y los de las beneficiarias, si las hubiere, personalmente o por conducto de apoderado debidamente constituido, se anexarán los siguientes documentos:

Copia completa y debidamente autorizada conforme a lo previsto por el artículo 189 del Código de Comercio, del acta que contenga la aprobación del máximo órgano social del proyecto de escisión,

la que debe adoptarse con la mayoría prevista en la ley o en el contrato social para las reformas estatutarias. Igualmente, Cuando en el proceso de escisión participen sociedades beneficiarias ya existentes se requerirá, copia del acta de asamblea o junta de socios en las condiciones antes señaladas, en las que también, la aprobación el avalúo de los bienes en especie que haya de recibir de la sociedad escindida. En el acta deberá aparecer como inserto el proyecto de escisión el cual deberá contener:

Los motivos de la escisión y las condiciones en que se realizará.

El nombre de las sociedades que participen en la escisión.

En el caso de creación de nuevas sociedades, los estatutos de las mismas.

La discriminación y valoración de los activos y pasivos que se integran al patrimonio de la sociedad o sociedades beneficiarias.

El reparto entre los socios de la sociedad escindida, de las cuotas, acciones o partes de interés que les corresponderán en las sociedades beneficiarias, con la explicación de los métodos de evaluación utilizados.

La opción que se ofrecerá a los tenedores de bonos (si los hubiere).

Estados financieros de las sociedades que participen en el proceso de escisión debidamente certificados y acompañados de un dictamen emitido por el revisor fiscal y en su defecto por contador público independiente.

En el caso de que la sociedad escindida se disuelva, la fecha a partir de la cual sus operaciones habrán de considerarse realizadas para efectos contables, por cuenta de las sociedades absorbentes.

Certificación del representante legal de la compañía en la que conste que el proyecto de escisión estuvo a disposición de los socios en las oficinas del domicilio principal donde funcione la administración de la sociedad, por lo menos durante los quince (15) días hábiles anteriores a la reunión en la que se vaya a considerar la escisión.

Un ejemplar del diario de amplia circulación nacional y otro de amplia circulación en el domicilio social de cada una de las sociedades participantes, por medio de los cuales los representantes legales de las sociedades, hayan dado a conocer al público la aprobación del proyecto. Este aviso deberá contener:

Los nombres de las compañías participantes, sus domicilios el capital social, o el suscrito y el pagado, en su caso;

El valor de los activos y pasivos de las sociedades participantes en el proceso de escisión.

La síntesis del anexo explicativo de los métodos de evaluación utilizados y de la participación que los socios de la sociedad escindida tendrán en el capital de las sociedades beneficiarias, certificada por el revisor fiscal, si lo hubiere o, en su defecto, por un contador público independiente.

Certificación expedida por el representante legal y el revisor fiscal de cada sociedad participante, en la que se acredite que el representante legal dio cumplimiento a lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 5º de la Ley 222 de 1995, en lo atinente a la comunicación de la escisión a los acreedores sociales por telegrama o por cualquier otro medio que produzca efectos similares.

En caso de escisión por absorción, el balance consolidado, que muestre la integración de la porción que se recibe, con los estados financieros extraordinarios de la o las beneficiarias, previa eliminación de las cuentas comunes entre compañías, si las hubiese (cuentas deudoras-acreedoras, inversiones - capital).

Certificado expedido por la cámara de comercio del domicilio social en el cual conste la inscripción en el registro mercantil de los representantes legales, revisores fiscales y miembros de juntas directivas.

III. PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS PARA LA ESCISIÓN

Los estados financieros que sirvan de base para que el máximo órgano social apruebe la escisión se deberán elaborar en los términos del artículo 29 del Decreto 2649 de 1993, esto es, que la fecha de corte no puede ser superior a un mes a aquella en la cual se apruebe el proyecto de escisión por el órgano competente.

Estos balances deben contener la discriminación y valoración de los activos y pasivos de la sociedad que se escinde y de la beneficiaria o beneficiarias participantes en el proceso, certificados por el representante legal, el revisor fiscal, si lo hubiere, y el contador de cada una de las compañías participantes los que se acompañarán de las notas a los estados financieros, las cuales hacen parte integral de los mismos.

Las cuentas deben presentarse utilizando las denominaciones contenidas en el Plan Unico de Cuentas para comerciantes, detallado a nivel del sexto dígito, según la codificación del catálogo citado.

Balance de la sociedad escindida una vez hecha la transferencia patrimonial propuesta, junto con los estados financieros de cada una de las sociedades beneficiarias.

En caso de escisión por absorción, el balance consolidado, que muestre la integración de la porción que se recibe, con los estados financieros extraordinarios de la o las beneficiarias, previa eliminación de las cuentas comunes entre compañías, si las hubiese (cuentas deudoras-acreedoras, inversiones-capital).

Con el propósito de dar claridad a las eliminaciones contables, es indispensable que el balance consolidado se acompañe de la hoja de trabajo elaborada para tal fin.

Copia de los estudios técnicos elaborados para definir el valor de realización actual o presente del grupo de activos clasificados en Propiedades Planta y equipo.

Copia de los estudios técnicos del grupo de activos clasificados en intangibles tales como patentes, marcas, derechos de autor, crédito mercantil, y franquicias.

IV. SOCIEDADES SIN REVISOR FISCAL

Las sociedades que no estén obligadas a tener Revisor fiscal enviarán las certificaciones con atestación y firma de un contador público independiente.

V. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Importancia del Tema:

Reviste especial importancia en la escisión de sociedades, la valoración de las empresas, la que deberá hacerse con base en cualquier método de reconocido valor técnico adecuado a la naturaleza, particularidades y características de las sociedades objeto de la fusión, pero necesariamente orientado a valorar la empresa como organización en marcha, de donde resulta que los avalúos de las acciones (valor intrínseco), de los inventarios, de los contratos de comercio, del valor de las acciones en circulación o de

cada uno de los elementos de la empresa o del establecimiento de comercio en particular, puedan ser apreciados en su justo valor.

Como el objetivo de estos métodos es mostrar el valor real de la empresa, no todos los métodos de valoración son aplicables para todos los efectos y algunos no permiten lograr una valoración del objeto concreto que según las leyes colombianas, debe ser medido o avaluado.

Los Métodos más conocidos:

En la actualidad los métodos utilizados para valorar empresas tienen diferentes usos y aplicaciones, según se trate de:

Adquisición y enajenación de empresas.

Fusiones y escisiones.

Reestructuraciones.

Implantación de estrategias de creación de valor.

Emisiones y colocaciones de acciones y bonos.

3. Características de los Métodos

A continuación se hace una breve explicación de los principales métodos de valoración de empresas, que no cotizan en bolsa, con el fin de que las sociedades puedan en cada caso en concreto estudiar y aplicar el más indicado en consideración a la naturaleza de la empresa, las condiciones de la misma, el sector al que pertenece, etc.

3.1. Empresas que no cotizan en bolsa

3.1.1. Método de Valor en libros

El valor patrimonial o valor en libros, no obstante ser el método al que más recurren las empresas, es el más impreciso y antitécnico, e incluso su resultado puede alejarse mucho del valor real de la sociedad, debido a que:

No refleja la capacidad organizacional.

No muestra la participación de la empresa en el mercado y olvida las características del mismo.

No tiene en cuenta el valor de intangibles, tales como marcas, patentes, licencias, concesiones, modelos industriales etc.

Olvida la relación entre la participación en un mercado y el grado de madurez del mismo, no obstante que tal relación representa un aspecto clave en cualquier proceso de planeación estratégica, determina el futuro de la empresa y la capacidad de maniobra indispensable para la generación de utilidades.

Por otra parte, si una empresa ha hecho grandes inversiones en activos, pero la situación de mercado es tal que ellos generan una capacidad de planta subutilizada, el comprador

resulta pagando los errores de la anterior administración. En este caso el valor del activo no refleja la contribución del mismo a la determinación del valor de la empresa.

Inclusive la introducción de la valorización de los activos, con el objeto de corregir las deficiencias derivadas de la utilización de valores históricos, no elimina los defectos relacionados con la falta de medición de la capacidad generadora de utilidades. Este método nos ayuda a encontrar un valor de liquidación, no un valor de una empresa en marcha con una capacidad productiva frente a un mercado.

3.1.2. Método de Lerner y Carlenton (Inclusión de la deuda)

Lerner y Carlenton valoran las empresas en función de los dividendos futuros. Partiendo del modelo de Gordon, el cual amplían permitiendo que la compañía pueda emplear la deuda como fuente de financiamiento. Se afirma que el valor de la acción de una empresa puede incrementarse mediante el uso adecuado de la deuda.

Al elegir un método donde los flujos monetarios para valorar una empresa sean los dividendos futuros, debe tenerse en cuenta que si bien es cierto la importancia de la deuda en nuestro país es un factor relevante, también es cierto que la incertidumbre sobre la variación de las tasas de interés dificulta el cálculo de un valor exacto o razonablemente válido.

Partiendo del modelo de Gordon, el precio intrínseco calculado por estos autores viene dado por las siguientes ecuaciones:

$$\text{Gordon: } P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

$$\text{Reemplazando } g = R \times b.$$
$$1 - Z$$

Donde:

R: Es la tasa de retorno apalancada, la cual es igual a la tasa de rentabilidad no apalancada (r) menos los gastos por interés.

$$Z: \text{Deuda} / \text{Activos} = L / A.$$

k: Costo de capital cuando la empresa utiliza deuda.

$$\text{Entonces: } P_0 = \frac{(1 - b) \times R \times A}{k - R \times b}$$
$$1 - Z$$

3.1.3. Método del Valor Presente del Flujo Futuro de Utilidades.

El valor presente del flujo futuro de utilidades define que una empresa vale por las utilidades que pueda producir en el futuro, y por ello los activos cobran valor en la medida que se puedan aplicar a la producción futura de utilidades ya que de otra forma el valor de

los mismos correspondería al que se puede obtener en un mercado de equipo usado, que nada tiene que ver con el concepto de empresa en marcha.
Según este método el valor de la empresa viene dado por la siguiente ecuación:

Infinito

$$V = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{U_j}{(1+k)^j}$$

Donde :

V: Valor de la empresa

U_j: Utilidad del período j.

k: Tasa de descuento.

El valor de la empresa según este método es igual a la sumatoria de todos los flujos de utilidades futuros traídos a valor presente neto.

El flujo futuro de utilidades se puede aplicar en Colombia y se asimila al flujo de caja descontado, sin embargo, debido a las siguientes diferencias este último es más efectivo:

El flujo futuro de utilidades no involucra en una valoración de una empresa la relación existente entre las causaciones y los desembolsos de efectivo.

El más evidente es el caso de la depreciación que es un cargo contable sin que corresponda a un desembolso en efectivo; el valor correspondiente queda dentro de la empresa incrementando la liquidez de la misma y contribuyendo a la generación futura de utilidades.

El flujo futuro de utilidades no es estricto y puede dar una valoración deficiente cuando las empresas aplican políticas como la retención de utilidades. En este caso aunque la empresa sea rentable y genere utilidades, el flujo de efectivo para sus dueños puede ser mínimo, lo cual influirá en el valor de las compañías. En este caso se recomienda la utilización del método flujo de caja de descuento.

3.1.4 Flujo de Caja Descontado (FCD).

El Flujo de Caja Descontado presenta dos estructuras básicas para valorar las empresas: uno es el modelo Flujo de Caja Descontado de la Empresa y el otro es el modelo de Ganancia Económica.

3.1.4.1. Modelo FCD de la Empresa.

Este modelo calcula el patrimonio neto de una compañía sustrayendo el valor de la deuda del valor de las operaciones. Estos valores son el resultado de sus respectivos flujos de caja, descontados a una tasa que refleja el riesgo involucrado en dichos flujos, esta tasa puede ser el costo promedio ponderado de capital.

Valor de las operaciones

Es el valor que resulta al descontar los flujos de caja libre (FCL) esperado en los siguientes años por la empresa.

A su vez el flujo de caja libre es igual al flujo de caja bruto menos la inversión bruta. El FCL refleja los flujos de caja generados por las operaciones de una empresa, además representa el flujo de efectivo disponible para todos los proveedores de capital (acreedores y accionistas).

Un aspecto adicional que se debe tener en cuenta en la valoración, es la vida indefinida de las compañías. Por lo tanto, para hacer este ejercicio más manejable es necesario dividirla en dos: un valor presente de los flujos de caja pronosticados para un número específico de años más un valor continuado traído a valor presente.

Este último se puede encontrar por varias ecuaciones, una de ellas se asemeja al modelo de Gordon y consiste en dividir el flujo de caja libre del sexto año, entre la diferencia de la tasa de descuento y una tasa de crecimiento g .

Valor de la deuda

Es el valor presente de las amortizaciones más los intereses pagados por la empresa en los años proyectados.

VALORACIÓN DE LA EMPRESA :

Valor presente de las operaciones
más Valor presente del valor continuado
igual VALOR DE LAS OPERACIONES
más Valor de los ingresos no operacionales
igual VALOR TOTAL DE LA EMPRESA
menos Valor de la deuda
menos Valor cálculo Actuarial
igual VALOR DEL PATRIMONIO NETO

3.1.4.2. Modelo Ganancia Económica

La ganancia económica mide el valor creado por una compañía en un período. En este modelo, la valoración de una empresa viene dada por el monto del capital invertido más una prima que se calcula encontrando el valor creado por la empresa en los siguientes años y trayéndolo a valor presente.

La Ganancia Económica para un período se define así:

Ganancia Económica = Capital invertido (ROIC - CPPC).
ROIC: Retorno del capital invertido
CPPC: Costo promedio ponderado de capital.
ROIC = Ganancia operacional menos impuestos.
Capital invertido

Una ventaja de este modelo sobre el anterior es que sirve de gran ayuda para entender el desarrollo de la compañía en cualquier período.

VALORACION DE LA EMPRESA :

Inversión de capital
más valor presente de la Ganancia Económica
igual VALOR DE LA EMPRESA

Esta Superintendencia ha comprobado que el método de Flujo de Caja Descontado es el más preciso para obtener una adecuada aproximación al valor de las empresas, y, además, ha visto que se puede aplicar en todas las compañías y en todas las economías sin ninguna limitación, razones por las cuales lo ha recomendado en los casos más importantes de fusiones que ha conocido durante 1997.

3.2. Otros métodos de valoración

A continuación se presentan un conjunto de métodos aplicables a todas las compañías, los cuales pueden facilitar una valoración rápida y fácil de las empresas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que al calcular los beneficios de una sociedad (necesarios para el desarrollo de estos métodos), podemos encontrarnos con una valoración no tan ágil, puesto que la mejor forma de saber cuáles son los beneficios reales es mediante la proyección de los flujos de caja esperados o mediante la estimación de los beneficios, y no a través de las utilidades operacionales de un período, como lo hacen muchas empresas al suponer que esas utilidades se van a mantener indefinidamente, lo cual es técnicamente irracional.

Si los beneficios se calculan mediante la utilización de los flujos de caja, los métodos que a continuación se incluyen permitirán una valoración adecuada de las empresas. Para una mejor comprensión de los métodos anunciados, consideramos conveniente precisar la siguiente definición:

Valor Sustancial.

Es el que se obtiene al inventariar los elementos del activo, que consisten en productos y derechos útiles destinados a la consecución de objetivos económicos, para más tarde calcular el valor actual de estos elementos en la fecha de referencia. Este valor es un límite inferior de la valoración de empresas prósperas, en las que el beneficio se divide en dos: el beneficio normal que representa la remuneración del valor sustancial, y el beneficio puro que constituye la renta del goodwill.

3.2.1 Método de Amortización del Goodwill

Según este método el valor de la empresa está basado en la idea de que el goodwill se elimina poco a poco y por ello debe ser amortizado. Si designamos por z al coeficiente de amortización anual del goodwill, a consecuencia de que hay que reducir el beneficio futuro, y k la tasa de descuento, el valor de la empresa será :

$$VE = (B + z \times VS) / (k + z)$$

Donde:

B: Beneficio

VS: Valor sustancial

3.2.2. Método de Capitalización del Superbeneficio

Amortiza el goodwill de una forma indirecta aumentando la tasa de capitalización. De esta manera, al capitalizar a un interés superior (r) nos estamos cubriendo de la aleatoriedad del beneficio futuro, es decir, del riesgo.

$$E = VS + (B - VS \times k) / r$$

Donde:

VS: Valor sustancial

B: Beneficios

V: Valor de la empresa

k: tasa de descuento

3.3.4. Observaciones sobre 3.2.1 y 3.2.2

En los métodos de Amortización del Goodwill y de Capitalización del Super Beneficio, como se mencionó anteriormente, se presenta la dificultad de identificar los beneficios que se van a utilizar en las fórmulas descritas. En un párrafo anterior se explicó cómo calcular estos beneficios, y además, se anotó la deficiencia de llevar a cabo una valoración escogiendo las utilidades operacionales como para tal fin, lo cual no es aceptable por esta Entidad.

La Superintendencia de Sociedades ha observado que el método más utilizado en fusiones y escisiones es el de "valor en libros" con fundamento en que es más confiable el valor de los activos en libros que en la capacidad que estos tienen de generar efectivo en el futuro; por lo tanto, esta entidad recomienda y acepta los métodos que involucran el valor sustancial explicado anteriormente, pero condicionando el cálculo de los beneficios a los flujos de caja libre que promete generar la compañía. Será a criterio de los interesados en las valoraciones utilizar alguno de estos métodos teniendo en cuenta lo difícil que puede ser la elección de una tasa de amortización del goodwill.

La Superintendencia de Sociedades ha concluido que el camino más seguro para obtener una buena aproximación al valor de una empresa es a través de la utilización de los métodos Flujo de Caja Descontado, Ganancia Económica, Amortización del Goodwill y Capitalización del Superbeneficio, teniendo en cuenta las recomendaciones específicas para los dos últimos.

VI. PERFECCIONAMIENTO DE LA ESCISIÓN

Autorizada por esta Superintendencia la reforma estatutaria consistente en la escisión, los representantes legales de las sociedades existentes extenderán la escritura pública que

deberá contener: a) el acuerdo de escisión y, b) los estatutos de las nuevas sociedades o las reformas que se introduzcan a las sociedades existentes. La escritura deberá inscribirse en el registro mercantil de la Cámara de Comercio del domicilio social de cada una de las sociedades participantes.

En dicha escritura pública deberán protocolizarse los siguientes documentos:

El permiso para la escisión en los casos en que de acuerdo con las normas sobre prácticas comerciales restrictivas, fuere necesario;

Acta o actas en que conste el proyecto de escisión;

La autorización para la escisión por parte de la entidad de vigilancia en caso de que en ella participe una o más sociedades sujetas a tal vigilancia o control;

Los estados financieros certificados y dictaminados, de cada una de las sociedades participantes, que hayan servido de base para la escisión.

CIRCULAR EXTERNA Nº. 16 (30 OCT 1997)

Señores

REPRESENTANTES LEGALES, JUNTAS DIRECTIVAS Y REVISORES FISCALES,
SOCIEDADES VIGILADAS Y CONTROLADAS

Ref.: Autorización de la FUSION de sociedades vigiladas y controladas por la Superintendencia de Sociedades.

Con el propósito de facilitar el trámite y divulgar los criterios que esta Superintendencia tiene sobre algunos temas que se relacionan con la fusión de sociedades hemos considerado conveniente formular las siguientes precisiones:

I. COMPETENCIA

De conformidad con los numerales 7o. del artículo 84 y 2o. del artículo 85 de la Ley 222 de 1995, la Superintendencia de Sociedades esta facultada para autorizar la fusión de sociedades sometidas a vigilancia o a control.

II. DOCUMENTOS

A la petición, se anexaran los siguientes documentos:

1. Copia del texto de la convocatoria de la reunión de la asamblea General de Accionistas o de la Junta de Socios, en cuyo orden del día conste que se incluye el punto referente a la fusión y que expresamente se advirtió que los socios ausentes o disidentes tienen derecho a retirarse de la sociedad.

2. Certificación del Representante Legal de la compañía en la que conste expresamente que el proyecto de fusión estuvo a disposición de los socios en las oficinas del domicilio principal donde funcione la administración de la sociedad, por lo menos durante los quince (15) días hábiles anteriores a la reunión en la que se decidió llevar a cabo la fusión.

3. Un Ejemplar del diario de amplia circulación nacional a través del cual los Representantes Legales de las sociedades intervinientes en la fusión dieron a conocer al público la aprobación del compromiso. Este aviso deberá contener:

3.1. Los nombres de las compañías participantes, sus domicilios y el capital social, a el suscrito y el pagado, en su caso;

3.2. El valor de los activos y pasivos de las sociedades que serán absorbidas y de la absorbente; y

3.3. La síntesis del anexo explicativo de los métodos de evaluación utilizados y del intercambio de partes de interés, cuotas a acciones que implicará la operación, certificada por el Revisor Fiscal si la hubiere o, en su defecto, por un contador público.

4. Sendas constancias suscritas por el Representante Legal y por el Revisor Fiscal de cada sociedad participante, con las cuales se acredite que el Representante Legal de cada una de tales compañías comunicó el acuerdo de fusión a los acreedores sociales mediante telegrama a par cualquier otro medio que hubiese producido efectos similares.

5. El pronunciamiento de la Superintendencia de Industria y Comercio en los casos exigidas por las normas sobre prácticas comerciales restrictivas, a las pruebas para hacer valer el silencio administrativo positivo.

6. Copia completa, autorizada y con constancia de su aprobación, de las actas correspondientes a las reuniones del máximo órgano social de cada una de las sociedades participantes, en las que conste la aprobación del compromiso de fusión. El acta de la reunión de la Asamblea o de la Junta de Socios de la sociedad absorbente deberá incluir la aprobación del avalúo de los bienes en especie que haya de recibir de la sociedad o sociedades absorbidas y cuando el acta se remita a anexos, de ellos también se enviará copia.

7. Copia del proyecto de los estatutos, Si tal asunto se hubiera considerado por la asamblea o por la Junta de Socios. De su aprobación y del texto deberá quedar constancia en el acta correspondiente a la reunión celebrada por la sociedad absorbente.

8. El compromiso de fusión, documento que deberá contener cuando menos, lo siguiente:

8.1. Los motivos de la proyectada fusión y las condiciones en que se realizará.

8.2. Los datos y cifras tomados de los libros de contabilidad de las sociedades interesadas, que hubieren servido de base para establecer las condiciones en que se realizará la fusión.

8.3. La discriminación y valoración de los activos y pasivos de las sociedades que serán absorbidas, y de la absorbente.

8.4. Un anexo explicativo de los métodos de evaluación utilizados y del intercambio de partes de interés, cuotas o acciones que implicará la operación.

8.5. Copias certificadas de los balances generales de las sociedades participantes.

9. Copia de los estudios técnicos elaborados de conformidad con el artículo 64 del Decreto 2649 de 1993, sobre el grupo de activos clasificados en propiedades planta y equipo.

10. Copia de los estudios técnicos del grupo de activos clasificados en intangibles.

11. Balance consolidado que muestre la integración de las partidas de las cuentas que conforman el activo, pasivo y patrimonio, previa eliminación de las cuentas comunes entre las compañías participantes en la fusión, tales como cuentas deudoras-acreedoras o inversiones-capital. Con el propósito de dar claridad a las eliminaciones efectuadas, es indispensable que el balance consolidado se acompañe de la hoja de trabajo elaborada para tal fin.

III. ESTADOS FINANCIEROS EXTRAORDINARIOS

Para suministrar la información requerida en los numerales 8.2, 8.3 y 8.5, se deberán elaborar estados financieros extraordinarios, los cuales no podrán tener fecha de corte anterior a un mes con respecto a la fecha en que se reúna el máximo órgano social con el fin de analizar la propuesta de fusión.

Estos estados financieros de propósito especial deberán contener la discriminación y valoración de los activos y pasivos de las sociedades que serán absorbidas y de la absorbente, dictaminados por el Representante Legal, el Revisor Fiscal y el Contador de las compañías interesadas en la fusión. Para verificar tal calidad, se enviará certificado de existencia y representación legal actualizados expedidos por la Cámara de Comercio del domicilio principal.

Las cuentas deberán presentarse utilizando las denominaciones contenidas en el Plan Único de Cuentas para comerciantes, detallado a nivel del sexto dígito, según la codificación del catálogo citado.

IV. SOCIEDADES SIN REVISOR FISCAL

Las sociedades que no están obligadas a tener Revisor Fiscal enviarán las certificaciones con la atestación y firma de un contador público independiente.

V. METODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

1. Métodos de Reconocido Valor Técnico

La Superintendencia de Sociedades entiende y acepta que los interesados en la fusión de dos o más compañías, tienen libertad para escoger los métodos de valoración de las sociedades objeto de dicha reforma, sin que ello signifique que los participantes en este proceso puedan valorar las empresas de cualquier manera. La valoración deberá hacerse con base en cualquier método de reconocido valor técnico, adecuado a la naturaleza, particularidades y características de las sociedades objeto de la fusión, pero necesariamente orientado a valorar las empresas como organizaciones en marcha, de donde resulta que los avalúos de las acciones (valor intrínseco), de los inventarios, de los

contratos de comercio, del valor de las acciones en circulación o de cada uno de los elementos de la empresa o del establecimiento de comercio en particular, no serán aceptados por esta Superintendencia como valores de empresa.

Como el objetivo de estos métodos es mostrar una valoración lo más real posible, aquellos métodos que avalúen objetos ciertos de la empresa o parte de ella, no serán aceptados por esta entidad, porque - no sobra repetirlo – no

Todos los métodos de valoración son aplicables para todos los efectos y algunos no permiten lograr una valoración del objeto concreto que según las leyes colombianas, debe ser medido o evaluado.

2. Los Métodos más conocidos:

En la actualidad los métodos utilizados para valorar empresas tienen diferentes usos y aplicaciones, según se trate de:

Adquisición y enajenación de empresas.

Fusiones y escisiones.

Reestructuraciones.

Implantación de estrategias de creación de valor.

Emisiones y colocaciones de acciones y bonos.

Por lo anterior, hemos visto la necesidad de dar a conocer los métodos de valoración más usuales.

3. Descripción de los Métodos

A continuación se presentan los principales métodos de valoración existentes, con el fin de que las sociedades puedan estudiar y aplicar el más indicado en consideración a la naturaleza de la empresa y a las condiciones de nuestro país.

Estos métodos se clasifican en dos grupos, en un caso aplicables a empresas inscritas en bolsa de valores y en otro caso válidos para empresas que no participan en los mercados públicos de valores con acciones emitidas por ellas.

3.1. Empresas que Cotizan en Bolsa

En principio, el valor de mercado de una empresa viene dado por su capitalización bursátil, esto es, por el producto de multiplicar el precio de mercado de las acciones, por el número de títulos en circulación.

Cuando algunos inversionistas se enfrentan a la decisión de adquirir o fusionar o escindir, varias compañías, deben averiguar si el precio de mercado está infra o sobre valorado, para lo cual deben compararlo con su precio intrínseco o teórico.

El valor intrínseco de un activo financiero viene dado por el valor actualizado de los flujos de caja que promete generar en el futuro. Esta definición se debe tener en cuenta al identificar el método para valorar una compañía.

3.1.1. Método o Modelo de Gordon (según dividendos)

Determina el valor teórico en función del valor actual de sus dividendos futuros y de la tasa de crecimiento anual y acumulativa de los mismos, partiendo de una valoración de la

empresa como unidad de producción, lo cual permite por este procedimiento el valor de cada acción.

Procedimiento

Los dividendos futuros necesarios para determinar el valor de las acciones se pueden calcular en función del dividendo que se repartirá al final del primer año; además, es necesario estimar una tasa promedio de crecimiento anual acumulativo (g) hasta el infinito, de tal forma que el valor intrínseco será igual

$$a: P_0 = D_1 / (k - g)$$

Donde:

D₁ : Dividendo que se repartirá al final del primer año.

P₀ : Valor intrínseco o teórico.

k : Tasa de descuento.

Este método también se puede utilizar en las empresas que no cotizan en bolsa, además el más utilizado en sociedades del sector financiero. Su fácil aplicación ayuda a obtener una rápida y eficiente valoración, pero no se puede aplicar en las empresas que presentan las siguientes limitaciones:

a) Las que pagan dividendos muy pequeños o simplemente no los pagan, debido a que su política consiste en reinvertir los beneficios generados. Lo dicho, hace que la valoración se dificulte por la definición misma del método.

b) En el modelo de Gordon se realiza el análisis de un flujo de dividendos para un número dado de acciones emitidas. Sin embargo, la valoración se modificará sustancialmente si en el periodo proyectado se emiten acciones; decisión que incrementará el capital y obviamente, los dividendos y beneficios generados por esta ampliación.

3.1.2. Método de RATIO - PER (Valoración de las acciones a través de los beneficios)

Según este método el valor de una empresa es reflejado por la capitalización que hace el mercado de los beneficios de la misma. Es decir, el precio de mercado de las acciones es un múltiplo de sus beneficios unitarios. A dicha relación se le conoce como el ratio precio-ganancia (PER).

El PER indica las expectativas de crecimiento de los beneficios que los inversionistas creen tener en una empresa determinada. Por ello muchos analistas estiman el valor intrínseco de una acción multiplicando su beneficio medio, BPA, por el ratio precio ganancia, PER:

$$P_0 = BPA \times PER$$

Razones para su uso:

a) El PER proporciona una medida normalizada para poder comparar los precios de las acciones vistas como partes representativas de alicuotas de la empresa en general, al indicar lo que el mercado paga por cada peso de beneficio de una acción determinada.

b) Para las acciones que no suelen pagar dividendos, la valoración de las mismas a través del PER es más útil que si se realiza a través de los dividendos (claro que habrá problemas en su utilización si la empresa no tiene beneficios).

c) Las estimaciones necesarias para calcular el PER o para utilizarlo como elemento de valoración suelen ser más fáciles de hacer que las del modelo de dividendos.

En una fusión cuanto mayor sea el PER de la absorbente con relación al de la absorbida, mayor será el aumento del BPA para la primera, y cuanto mayor sea el BPA de la absorbida con relación al de la absorbente, mayor será el aumento del BPA de esta última.

Sin embargo, este modelo y los dos siguientes no son aplicables en Colombia por las razones que se expondrán más adelante en las observaciones generales, comunes para los modelos de Mercado, Modigliani y Miller, y el del PER, de esta circular.

3.1.3. Método o Modelo de Mercado.

Relaciona el rendimiento de las acciones con respecto a un índice general de mercado. La prima máxima que puede ser pagada por encima del valor de mercado resulta ser el valor actual de los beneficios no anticipados.

Este modelo supone que existe una relación lineal entre el rendimiento de un título cualquiera y el rendimiento del mercado y asume que la empresa está en marcha y que cada acción es un múltiplo como en el caso anterior.

3.1.4. Método de Modigliani y Miller

El método de Modigliani y Miller supone la inexistencia de impuestos sobre la renta de las sociedades, y supone que factores tales como la estructura financiera y el endeudamiento no son determinantes del valor de la empresa.

Partiendo de lo anterior, Modigliani y Miller plantean que el valor de una compañía está determinado por la capacidad que sus activos tienen para generar ingresos dado un nivel de riesgo de la empresa.

El valor de la empresa viene dado por:

$$VE = X / P_k$$

Donde:

X : Ingresos netos constantes anuales prometidos por el activo total antes de intereses.

P_k : costo de capital.

La anterior ecuación muestra una valoración sencilla y rápida de calcular. Sin embargo, su simplicidad se encuentra acompañada de algunas críticas que hacen que su aplicación sea imperfecta en Colombia:

Primero que toda la deducibilidad tributaria que no se tiene en cuenta en este método, hace que el valor de mercado sea mayor al verdadero. Además, la deuda también afecta

indirectamente el valor de la empresa cuando esta se encuentra en una situación de crecimiento (apalancamiento financiero). También existe otro efecto: cuando se aplica sucesivamente la deuda, los accionistas incurren en el riesgo de quiebra (no se generan flujos de ganancias para cubrir obligaciones) y en los costos directos o indirectos que se ocasionan si la empresa cae en una situación difícil.

En Colombia este método no es confiable si tenemos en cuenta lo esencial que resulta ser el endeudamiento en nuestro medio para el crecimiento y normal desarrollo de los entes económicos. Además, la incertidumbre sobre las tasas de interés hace que el riesgo de quiebra sea mayor, siendo necesario introducir dicha variable en la valoración; y, finalmente, el supuesto de acciones absolutas no es verdadero.

3.1.5 Q deTobin

Este múltiplo es el resultado de dividir el valor de la acción en bolsa entre el valor intrínseco. Con esta relación se puede saber el valor de la prima que el mercado tiene en cuenta por el hecho de tener una empresa en marcha.

El valor total de la empresa viene dado por la multiplicación de la Q de Tobin y el valor patrimonial.

3.1.6 Observaciones Generales sobre 3.1.2; 3.1.3; 3.1.4; y 3.1.5:

La eficiencia de los mercados accionarios se mide con base en una serie de indicadores estandarizados como son el tamaño del mercado, la liquidez, el riesgo y la concentración.

A pesar de que en Colombia a partir de 1990 estos indicadores han evolucionado, el mercado bursátil todavía es pequeño, poco líquido y altamente concentrado.

Por lo dicho en el párrafo anterior, y además de no tener en cuenta el apalancamiento operacional, la calidad de las ganancias, y escenarios futuros, los métodos PER, el de Valor de Mercado, el de Modigliani y Miller y la Q de Tobin no muestran una valoración correcta de las empresas colombianas, por lo que no sería técnico escoger alguno de ellos para valorar las sociedades de nuestro país.

3.2. Empresas que no cotizan en bolsa

3.2.1. Valor en libros

El valor patrimonial o valor en libros, no obstante ser el método al que más recurren las empresas, es el más impreciso y antitécnico, e incluso su resultado puede alejarse mucho del valor real de la sociedad, debido a que:

a) No refleja la capacidad organizacional.

b) No muestra la participación de la empresa en el mercado y olvida las características del mismo.

c) No tiene en cuenta el valor de intangibles, tales como marcas, patentes, licencias, ¡concesiones, modelos industriales etc.

d) Olvida la relación entre la participación en un mercado y el grado de madurez del mismo, no obstante que tal relación representa un aspecto clave en cualquier proceso de planeación estratégica, determina el futuro de la empresa y la capacidad de maniobra indispensable para la generación de utilidades.

Por otra parte, si una empresa ha hecho grandes inversiones en activos, pero la situación de mercado es tal que ellos generan una capacidad de planta subutilizada, el comprador resulta pagando los errores de la anterior administración. En este caso el valor del activo no refleja la contribución del mismo a la determinación del valor de la empresa.

Inclusive la introducción de la valorización de los activos, con el objeto de corregir las deficiencias derivadas de la utilización de valores históricos, no elimina los defectos relacionados con la falta de medición de la capacidad generadora de utilidades. Este método nos ayuda a encontrar un valor de liquidación, no un valor de una empresa en marcha con una capacidad productiva frente a un mercado.

Debido a las anteriores razones esta Superintendencia ha concluido que este método no es aceptable para calcular el valor real de las empresas que entran en procesos de fusión.

3.2.2. Método de Lerner y Carlenton (Inclusión de la deuda)

Lerner y Carlenton valoran las empresas en función de los dividendos futuros. Partiendo del modelo de Gordon, el cual amplían permitiendo que la compañía pueda emplear la deuda como fuente de financiamiento. Se afirma que el valor de la acción de una empresa puede incrementarse mediante el uso adecuado de la deuda.

Al elegir un método donde los flujos monetarios para valorar una empresa sean los dividendos futuros, será necesario analizar con mucho cuidado la conveniencia de elegir entre cualquiera de los métodos mencionados, ya que si bien la importancia de la deuda en nuestro país es un factor relevante, también es cierto que la incertidumbre sobre la variación de las # tasas de interés dificulta el cálculo de un valor exacto o razonablemente válido.

Partiendo del modelo de Gordon, el precio intrínseco calculado por estos autores viene dado por las siguientes ecuaciones:

$$\text{Gordon: } P_0 = D_1 / (k - g)$$

$$\text{Reemplazando } g = R \times b / (1 - Z)$$

Donde:

R: Es la tasa de retorno apalancada, la cual es igual a la tasa de rentabilidad no apalancada (r) menos los gastos por interés.

$$Z: \text{Deuda/Activos} = L/A.$$

k: Costo de capital cuando la empresa utiliza deuda.

Entonces: $P_0 = (1-b) \times R \times A$

$k = R \times b \div 1 - z$

Cualquiera de estos métodos (Gordon, Lerner y Carleton) puede ser aplicado estudiando antes las limitaciones expuestas en el modelo de Gordon.

La elección del método a utilizar, queda al arbitrio de las empresas, que analizando la situación particular en que se encuentren decidirán que tan conveniente y que tan difícil les queda desarrollar uno u otro modelo.

3.2.3. Método del Valor Presente del Flujo Futuro de Utilidades.

El valor presente del flujo futuro de utilidades define que una empresa vale por las utilidades que pueda producir en el futuro, y por ello los activos cobran valor en la medida que se puedan aplicar a la producción futura de utilidades ya que de otra forma el valor de los mismos correspondería a lo que se puede obtener en un mercado de equipo usado, que nada tiene que ver con el concepto de empresa en marcha.

Según este método el valor de la empresa viene dado por la siguiente ecuación:

Infinito

$$V = \sum_{j=1}^{\infty} (U_j) \div (1 + k)^{expj}$$

$j=1$

Donde:

V: Valor de la empresa

U_j : Utilidad del periodo j.

k: Tasa de descuento.

El valor de la empresa según este método es igual a la sumatoria de todos los flujos de utilidades futuros traídos a valor presente neto.

El flujo futuro de utilidades se puede aplicar en Colombia y se asimila al flujo de caja descontado, sin embargo, debido a las siguientes diferencias este último es más efectivo:

a) El flujo futuro de utilidades no involucra en una valoración de una empresa la relación existente entre las causaciones y los desembolsos de efectivo.

El más evidente es el caso de la depreciación que es un cargo contable sin que corresponda a un desembolso en efectivo; el valor correspondiente queda dentro de la empresa incrementando la liquidez de la misma y contribuyendo a la generación futura de utilidades.

b) El flujo futuro de utilidades no es estricto y puede dar una valoración deficiente cuando las empresas aplican políticas como la retención de utilidades. En este caso aunque la empresa sea rentable y genere utilidades, el flujo de efectivo para sus dueños puede ser mínimo, lo cual influirá en el valor de las compañías. En este caso se recomienda la utilización del método flujo de caja de descuento.

3.2.4 Flujo de Caja Descontado (FCD).

El Flujo de Caja Descontado presenta dos estructuras básicas para valorar las empresas : uno es el modelo Flujo de Caja Descontado de la Empresa y el otro es el modelo de Ganancia Económica.

3.2.4.1. Modelo FCD de la Empresa.

Este modelo calcula el patrimonio neto de una compañía sustrayendo el valor de la deuda del valor de las operaciones. Estos valores son el resultado de sus respectivos flujos de caja, descontados a una tasa que refleja el riesgo involucrado en dichos flujos, esta tasa puede ser el costo promedio ponderado de capital.

Valor de las operaciones

Es el valor que resulta al descontar los flujos de caja libre (FOL) esperado en los siguientes años por la empresa.

A su vez el flujo de caja libre es igual al flujo de caja bruto menos la inversión bruta. El FCL refleja los flujos de caja generados por las operaciones de una empresa, además representa el flujo de efectivo disponible para todos los proveedores de capital (acreedores y accionistas).

Un aspecto adicional que se debe tener en cuenta en la valoración, es la vida indefinida de las compañías. Por lo tanto, para hacer este ejercicio más manejable es necesario dividirla en dos: un valor presente de los flujos de caja pronosticados para un número específico de años más un valor continuado traído a valor presente.

Este último se puede encontrar por varias ecuaciones, una de ellas se asemeja al modelo de Gordon y consiste en dividir el flujo de caja libre del sexto año, entre la diferencia de la tasa de descuento y una tasa de crecimiento g .

Valor de la deuda

Es el valor presente de las amortizaciones más los intereses pagados por la empresa en los años proyectados.

VALORACION DE LA EMPRESA:

Valor presente de las operaciones
más Valor presente del valor continuado
igual VALOR DE LAS OPERACIONES
más Valor de los ingresos no operacionales
igual VALOR TOTAL DE LA EMPRESA
menos Valor de la deuda

menos Valor cálculo Actuarial
igual VALOR DEL PATRIMONIO NETO

3.2.4.2. Modelo Ganancia Económica

La ganancia económica mide el valor creado por una compañía en un periodo. En este modelo, la valoración de una empresa viene dada por el monto del capital invertido más una prima que se calcula encontrando el valor creado por la empresa en los siguientes años y trayéndolo a valor presente.

La Ganancia Económica para un período se define así:

Ganancia Económica = Capital invertido (ROIC - CPPC).

ROIC: Retorno del capital invertido

CPPC: Costo promedio ponderado de capital.

ROIC = Ganancia operacional menos impuestos.

Capital invertido

Una ventaja de este modelo sobre el anterior es que sirve de gran ayuda para entender el desarrollo de la compañías en cualquier periodo.

VALORACION DE LA EMPRESA:

Inversión de capital

Más valor presente de la Ganancia Económica

igual VALOR DE LA EMPRESA

Esta Superintendencia ha comprobado que el método de Flujo de Caja Descontado es el más preciso para obtener una adecuada aproximación al valor de las empresas, y, además, ha visto que se puede aplicar en todas las compañías y en todas las economías sin ninguna limitación, razones por las cuales lo ha recomendado en los casos más importantes de fusiones que ha conocido durante 1997.

3.3 Otros métodos

A continuación se presentan un conjunto de métodos aplicables a todas las compañías, los cuales pueden facilitar una valoración rápida y fácil de las empresas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que al calcular los beneficios de una sociedad (necesarios para el desarrollo de estos métodos), podemos encontrarnos con una valoración no tan ágil, puesto que la mejor forma de saber cuáles son los beneficios reales es mediante la proyección de los flujos de caja esperados o mediante la estimación de los beneficios, y no a través de las utilidades operacionales de un periodo, como lo hacen muchas empresas al suponer que esas utilidades se van a mantener indefinidamente, lo cual es técnicamente irracional.

Si los beneficios se calculan mediante la utilización de los flujos de caja, los siguientes métodos permitirán una valoración adecuada y por ello mismo son aceptados por la

Superintendencia de Sociedades.

Para la mejor comprensión de los métodos anunciados, consideramos conveniente precisar la siguiente definición:
Valor Sustancial.

Es el que se obtiene al inventariar los elementos del activo, que consisten en productos y derechos útiles destinados a la consecución de objetivos económicos, para más tarde calcular el valor actual de estos elementos en la fecha de referencia. Este valor es un límite inferior de la valoración de empresas prósperas, en las que el beneficio se divide en dos: el beneficio normal que representa la remuneración del valor sustancial, y el beneficio puro que constituye la renta del goodwill.

3.3.1 Método de Amortización del Goodwill

Según este método el valor de la empresa está basado en la idea de que el goodwill se elimina poco a poco y por ello debe ser amortizado. Sin designamos por z al coeficiente de amortización anual del goodwill, a consecuencia de que hay que reducir el beneficio futuro, y k la tasa de descuento, el valor de la empresa será:

$$VE = (B + z \times VS) / (k + z)$$

Donde:

B: Beneficio

VS: Valor sustancial

3.3.2 Método de Capitalización del Superbeneficio

Amortiza el goodwill de una forma indirecta aumentando la tasa de capitalización. De esta manera, al capitalizar a un interés superior (r) nos estamos cubriendo de la aleatoriedad del beneficio futuro, es decir, del riesgo.

$$VE = VS + (B - VS \times k) / r$$

Donde:

VS: Valor sustancial

B: Beneficios

V: Valor de la empresa

k: tasa de descuento

3.3.4. Observaciones sobre 3.3.1 y 3.3.2

En los métodos de Amortización del Goodwill y de Capitalización del SuperBeneficio, como se mencionó anteriormente, se presenta la dificultad de identificar los beneficios que se van a utilizar en las fórmulas descritas. En un párrafo anterior se explicó cómo calcular estos beneficios, y además, se anotó la deficiencia de llevar a cabo una

valoración escogiendo las utilidades operacionales como para tal fin, lo cual no es aceptable por esta Entidad.

La Superintendencia de Sociedades ha observado la renuencia de muchos ejecutivos de empresas que se fusionan o escinden a aceptar la idoneidad del método Flujo de Caja Descontado, afirmando que confían más en el valor de los activos en libros que en la capacidad que estos tienen de generar efectivo en el futuro; por lo tanto, esta entidad recomienda y acepta los métodos que involucran el valor sustancial explicado anteriormente, pero condicionando el cálculo de los beneficios a los flujos de caja libre que promete generar la compañía. Será a criterio de los interesados en las valoraciones utilizar alguno de estos métodos teniendo en cuenta lo difícil que puede ser la elección de una tasa de amortización del goodwill.

Debido a las dificultades e inexactitudes encontradas en algunos métodos como el Modelo de Gordon, Ratio PER, Valor de Mercado, Modigliani y Miller, Q de Tobin, Lerner y Carlenton y Flujo Futuro de Utilidades expuestos anteriormente, la Superintendencia de Sociedades ha concluido que el camino más seguro para obtener una buena aproximación al valor de una empresa es a través de la utilización de los métodos Flujo de Caja Descontado, Ganancia Económica, Amortización del Goodwill y Capitalización del Superbeneficio, teniendo en cuenta las recomendaciones específicas para los dos últimos.

VI. PERFECCIONAMIENTO DE LA FUSION:

Autorizada por esta Superintendencia la reforma estatutaria consistente en la fusión, los Representantes Legales de las sociedades intervinientes formalizarán el acuerdo de fusión, mediante escritura pública que deberá contener:

El permiso para la fusión en los casos exigidos por las normas sobre prácticas comerciales restrictivas; Tratándose de sociedades vigiladas, la aprobación oficial del avalúo de los bienes en especie que haya de recibir la absorbente o la nueva sociedad; Copias de las actas en las que conste la aprobación del acuerdo; Si fuere el caso, el permiso de la Superintendencia para colocar las acciones o determinar las cuotas sociales que correspondan a cada socio o accionista de las sociedades absorbidas; Autorización de la fusión por parte de la entidad de vigilancia en caso de que en ella participen una o más sociedades sujetas a vigilancia o control estatal, y Los balances generales de las sociedades fusionadas y el consolidado de la absorbente o de la nueva sociedad.

Rogamos a los Gerentes, miembros de Juntas directivas y Revisores Fiscales tomar nota de estas apreciaciones y tenerlas en cuenta para los casos de fusión en los que cada uno ellos participe.

Atentamente,

DARIO LAGUADO MONSALVE
Superintendente de Sociedades.