

DEMOCRATIZACIÓN ACCIONARIA COMO ESTRATEGIA DE
FORTALECIMIENTO INSTITUCIONAL PARA LAS EMPRESAS BAJO EL
MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA 2000 – 2004,
ANÁLISIS DE CASOS PUNTUALES ISA Y ETB.

Monografía



GLADYS VIVIANA ALZATE SOTO

10971012

LUZ JOHANA GARCIA MORALES

10991034

CARLOS RICARDO GONZÁLEZ RODRIGUEZ

10991039

Universidad de la Salle
Facultad de Economía
Bogotá, D.C., Junio de 2006

TABLA DE CONTENIDO

	<i>PAG</i>
<i>RESUMEN</i>	<i>1</i>
<i>INTRODUCCIÓN</i>	<i>2</i>
<i>1 MARCO CONCEPTUAL</i>	<i>4</i>
<i>1.1 Mercado de Capitales en Colombia</i>	<i>4</i>
<i>1.1.1 Surgimiento del Mercado de Capitales</i>	<i>4</i>
<i>1.1.2 Organización del Mercado de Capitales</i>	<i>7</i>
<i>1.2 Acción como Título Valor</i>	<i>8</i>
<i>1.3 Teoría Análisis de Riesgo</i>	<i>10</i>
<i>1.3.1 Comportamiento del Valor en Riesgo-VAR</i>	<i>12</i>
<i>1.4 Valoración de Empresas</i>	<i>13</i>
<i>1.4.1 Modelo de Valoración de Empresas</i>	<i>14</i>
<i>2 MARCO TEORICO</i>	<i>16</i>
<i>2.1 Democratización Accionaria</i>	<i>16</i>
<i>2.2 Aspecto Jurídico</i>	<i>20</i>
<i>2.3 Democratización Accionaria desde la Óptica Neoinstitucionalista</i>	<i>21</i>
<i>2.4 Interconexión Eléctrica S.A. – ISA, Empresa de Teléfonos de Bogota - ETB</i>	<i>24</i>
<i>2.4.1 Sector Energético</i>	<i>24</i>
<i>2.4.2 Historia de ISA</i>	<i>25</i>
<i>2.4.3 Democratización de ISA</i>	<i>25</i>
<i>2.4.4 Sector de las Telecomunicaciones</i>	<i>31</i>
<i>2.4.5 Historia de la ETB</i>	<i>32</i>
<i>2.4.6 Democratización de la ETB</i>	<i>34</i>
<i>3. RESULTADOS, ANÁLISIS Y DISCUSIÓN</i>	<i>43</i>
<i>CONCLUSIONES</i>	<i>47</i>
 <i>BIBLIOGRAFIA</i>	
 <i>ANEXOS</i>	

BIBLIOGRAFIA

Arango, L. *Estructura Económica Colombiana*, 9ª ed., Bogotá D.C: McGraw-Hill, 2000.

Bancoldex. *Títulos Valores*. Bogotá D.C.,
http://www.bancoldex.com/pdf/estudio_colombia_capituloII_titulosvalores.pdf

Bernal, O. *Desarrollo del mercado de capitales en Colombia*. Revista Primer taller. Asobancaria. 2000.

Bolsa de Valores de Colombia. *Reglamento general de la bolsa de valores de Colombia S.A.* Bogotá D.C.: Editorial Bolsa de Valores de Colombia, Libro Primero, Capitulo I – VI, 2004

Bolsa de Valores de Colombia. *Informe de Gestión y Financiamiento 2002, 2003, 2004*. Bogotá D.C.: Editorial Bolsa de Valores de Colombia.

Bolsa de Valores de Colombia. *Información Mensual Boletín Precios y tasas Enero – Diciembre 2001, 2002, 2003*. Bogotá D.C.: Editorial Bolsa de Valores de Colombia.

Boríssov, Zhamin, Makárova. *Diccionario de economía política*. Unión soviética, 1965. <http://www.eumed.net/cursecon/dic/bzm/t/teoriac.htm> acceso: abril de 2006

Crespo, P. *Invertir y Ganar en Bolsa*. Barcelona, España.: ed Gestión 2000. 1999.

Empresa de Teléfonos de Bogotá S.A. *Boletín Informativo de Accionistas*. Bogotá D.C., 2006. <http://www.etb.com.co/acciones/noticias1.asp>, 2006

Empresa de Teléfonos de Bogotá S.A. *Prospecto de Colocación de Acciones Privilegiadas del Programa de Acciones ETB Colombia*. Bogotá D.C., 2002.

- Empresa de Teléfonos de Bogotá S.A. *Proyecto Norma Técnica Colombiana, Gestión de Riesgo*. Bogotá D.C., 1999.
- Fernandez, A, Parejo, J y Rodríguez, L. *Política Económica*. Ed, tercera Mc.Graw Hill, España. 1998.
- Fodozzi, F y Madiglini, F. *Mercado e Instituciones Financieras*. Edit Practice 1995
- Froyen R., *Macroeconomía Teorías y Políticas*, ed cuarta Mc.Graw Hill, 1997.
- ISA S.A. *Prospecto de Colocación de Acciones Privilegiadas del Programa de Acciones ISA Colombia*. Medellín.2001.
- ISA S.A. *Boletín Para Accionistas*. Medellín: numeral 10, departamento de Publicaciones. Diciembre de 2005.
- Mascareñas, J. *Métodos de valoración de empresas de la Nueva Economía*. España, 2000.
- Marín, G. *Los Métodos de Valoración de empresas y la aplicación a una compañía industrial*. Valparaíso, 2004.
- Martínez, E. *Invertir en Bolsa Conceptos y Estrategias*. España: ed McGraw-Hill. 1999.
- Ministerio de Hacienda, Banco Mundial. *Misión de Estudios del Mercado de Capitales*. Fedesarrollo 1995-1996
- Paris, P y O. Zuluaga. *Portafolio de Acciones, Hacia un modelo de Evaluación* Bogotá D.C.: Biblioteca ANIF de Economía 1ª ed. 1984.
- Superintendencia de Valores. *Riesgo de Inversión en el Mercado Accionario: Coeficientes Beta*. Oficina de Estudios Económicos. 1995

Universidad Externado de Colombia, *Operaciones Financieras del Mercado Bursátil*, Facultad de Economía, 2003.

Nota de Aceptación

Asesor

Jurados

RESUMEN

Este documento presenta los aspectos mas importantes para el análisis de la democratización accionaria como estrategia de fortalecimiento institucional para las empresas emisoras de acciones en un entorno económico dado, de igual manera ejemplifica la experiencia para el caso colombiano con el análisis de casos puntuales para las compañías ISA y ETB. En cuanto a los aspectos teóricos, se analiza el proceso de democratización desde la óptica institucional y neoinstitucional con la ayuda de un modelo matemático que mide el impacto de la utilización de la estrategia financiera dentro de las organizaciones en cuestión. La revisión de literatura y el análisis del caso colombiano muestra como la democratización logra posicionar una empresa en el mercado de capitales y de igual manera consolida su estructura de capital para proyectos de expansión o financiación.

Palabras Clave: democratización, institución, mercado de capitales.

ABSTRACT

This document shows the most important aspects for the analysis of the stock democratization as strategy of institutional invigoration for the company's emissary of actions in a given economic environment, in a same way it exemplifies the experience for the Colombian case whit the analysis of punctual cases for the companies ISA and ETB. Regarding the theoretical aspects the process of democratization is analyzed from the institutional and neo-institutional optics with the help of a mathematical model to measure the impact of the use of the financial strategy inside the organizations in questions. The literature review and the analysis of the Colombian case show as the democratization it is able to position a company in the market of capitals and the same way it consolidates theirs capital structure for the expansion or financing projects.

Key words: democratization, institution, capital markets.

AGRADECIMIENTOS

Los autores expresan sus agradecimientos a:

Hernando Nariño Robayo, Profesor Facultad de Economía y Asesor de la Monografía, por su orientación.

Jhon Jairo Jiménez, Ingeniero Financiero, por su Asesoría y aportes académicos específicos.

A nuestras familias por su apoyo incondicional

INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales es un instrumento fundamental para el desarrollo económico de una sociedad, ya que a través de la inversión se generan mayores ingresos, los cuales sirven de cimientos sólidos para buscar una mayor expansión económica y a su vez mejorar las condiciones sociales de la misma. En este mercado, es necesaria una activa participación de la movilización de los recursos del ahorro, puesto que permite que el sistema financiero sea más eficiente y además se puedan lograr tasas más elevadas y de crecimiento económico; por esto es importante profundizar un poco más este mercado en Colombia y la evolución que ha tenido en el desarrollo del país, principalmente el de acciones para evaluar las múltiples ventajas que ofrece.

Dentro del mercado de capitales encontramos el mercado no intermediado, el cual se desarrolla la mayor parte en la Bolsa de Valores y está compuesto por acciones, bonos, dividendos, entre otros. En éste mercado encontramos una opción de inversión denominada “Democratización Accionaria”, la cual tiene como objetivo masificar la inversión en acciones en todas las capas de la sociedad de forma que los agentes se conviertan en propietarios de las empresas que financian con su ahorro.

En ésta presente monografía, se resaltaré la importancia que ha tenido este proceso en el desarrollo de las organizaciones y en la cultura actual de las empresas; se profundizará en los procesos de democratización de las empresas Interconexión Eléctrica S.A. – ISA y Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá – ETB como estrategia de fortalecimiento institucional bajo el marco de la política monetaria; a su vez se evaluará y se demostrará el nivel de eficiencia que podrían llegar a alcanzar este proceso para las empresas colocadoras; estas afirmaciones serán sustentadas a través del análisis de la estructura financiera de las empresas ISA Y ETB y la conformación de los portafolios de inversión. Para el desarrollo de la investigación se consideró necesario analizar en el primer capítulo todo lo concerniente con la parte conceptual; como primera medida se tomó como base el origen y la evolución del mercado de capitales como motor de desarrollo económico del país, de igual manera se evaluó todos aquellos aspectos que inciden directamente en éste proceso, uno de ellos es la definición de la acción como título valor como parte esencial del proceso, otros aspectos que se resaltaron es la teoría

del análisis riesgo y la valoración de empresas, los cuales analizan la importancia y el impacto que tiene la selección de inversiones para los agentes del mercado accionario.

En el segundo capítulo, se presentará todo lo relacionado con la plataforma teórica del trabajo, dentro de éste se profundizó en el proceso de democratización accionaria, desde su origen hasta el desarrollo e impactos socioeconómicos de las democratizaciones efectuadas por ISA y ETB, con sus respectivos procesos de colocación y obtención de resultados, los cuales se observarán bajo el marco de la política monetaria y estrategias de fortalecimiento institucional. En la plataforma teórica se tomó como base la corriente neoinstitucionalista, la cual intenta comparar unas instituciones con otras, enfocada en los costes de transacción definidos como los costes de establecer y mantener los derechos de propiedad y la asimetría de la información en el presente mercado. Promueve metodologías que consolidan el desarrollo institucional de las empresas y la maximización de sus beneficios dados sus costes, precios y condiciones de mercado. Dentro de los autores más representativos de ésta teoría encontramos autores como: Douglass North, quién afirma que las instituciones son entes esenciales que se relacionan con el rendimiento del mercado teniendo en cuenta su funcionalidad puesto que afectan a los costos de producción y los costos de transacción; Ronald H. Coase, que establece en su teorema que si no existieran los costes de transacción la asignación de recursos sería siempre la más eficaz cualquiera que fuese la distribución de derechos de propiedad; ó según Williamson que afirma que los contratos en las transacciones económicas fijan lo que se llama “estructuras de gobierno” que son básicamente asignaciones de derechos de propiedad que generan la seguridad y los incentivos necesarios para la actividad económica. Finalmente según el resultado de los análisis, se presentarán sugerencias para esta opción de inversión y los efectos que generan para los inversionistas, para las entidades que democratizan y para el mercado nacional de capitales.

Esperamos que ésta investigación sirva de base para muchas otras investigaciones sobre éste importante mercado, ya que son múltiples las operaciones y los beneficios, no sólo en términos sociales, financieros, y económicos, sino también brindar opciones a los inversionistas colombianos para tener ventajas comparativas.

1. MARCO CONCEPTUAL

1.1 Mercado de Capitales en Colombia

El mercado de capitales, es una herramienta básica para el desarrollo económico de una sociedad, ya que mediante él se hace la transición del ahorro hacia la inversión y como es sabido, por medio de una mayor propensión al ahorro se genera una mayor inversión, debido a que se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza.

Ésta inversión crea nuevas industrias generadoras de ingresos las cuales brindan una mayor expansión económica aumentando de ésta forma el ingreso neto, el producto nacional neto y el producto interno bruto; trayendo consigo un crecimiento en la economía y una disminución en la tasa de desempleo, inflación entre otros.

Por esto, es importante profundizar un poco más el mercado de capitales en Colombia y la evolución que ha tenido el mercado de valores en el país, principalmente el de acciones, para evaluar las múltiples ventajas que éste nos ofrece.

1.1.1 Surgimiento del mercado de capitales

En 1920, el mercado mobiliario del país se llevaba acabo por intermediarios llamados “agentes de cambio”, que eran los responsables de las garantías de dichas transacciones, lo cual en muchas ocasiones se constituía en un riesgo para los inversionistas; por esto surgió la necesidad de encontrar un medio para concentrar los pedidos de intercambio en un solo sitio.

Debido a lo anterior, el auge económico y la estabilidad política crearon las condiciones para organizar una bolsa de valores que sirviera de vehículo para las transacciones de nuevos papeles financieros y contribuyera de esta forma a la capitalización de las empresas manufactureras que se habían creado en el país en las primeras décadas del siglo.

En 1928 se creó la Bolsa de Bogotá como una entidad de derecho privado y, a mediados del mismo año, se organizó una junta promotora de la Bolsa de Bogotá, para establecer sus bases jurídicas y operativas.

La existencia de la Bolsa de Bogotá fue fundamental para el desarrollo del país, pues permitió promover la capitalización y la expansión de las empresas privadas en los años treinta y cuarenta del siglo XX; su financiación tuvo como eje principal la emisión de

acciones y su colocación a través de la Bolsa; además hubo una importante expansión de la demanda interna de bienes y servicios, y la política económica que siguió, sirvió para que se crearan las condiciones para el desarrollo industrial.

Así mismo, el inicio de la Bolsa estuvo acompañado de varios acontecimientos económicos que de una u otra forma afectaron la prosperidad de esos años, uno de ellos fue la crisis financiera internacional, seguido con la Gran Depresión de 1929, cuando los precios de las acciones cayeron estrepitosamente en la Bolsa de Nueva York. Estos sucesos también afectaron el mercado de valores en Colombia, ya que se produjo una baja generalizada de los precios y la falta de solvencia económica deprimió el mercado bursátil.

En 1932, se registraron síntomas de mejoría y recuperación que se prolongaron hasta 1934; por tal motivo y debido al auge, unos inversionistas decidieron crear otra Bolsa de valores, La Bolsa de Valores de Colombia.

Esta nueva Bolsa, entró al mercado bursátil con mayor capital y con comisiones más bajas, incentivando una gran competencia con la actual Bolsa de Bogotá, produciendo así un proceso de *Dumping*¹ en las dos entidades. Como esta situación se tornó insostenible se llegó a un acuerdo que condujo a una unificación; el primero de julio de 1935 inician sus operaciones ya como socios. En 1961 se constituye la Bolsa de Medellín y la Bolsa de Occidente se funda en 1983.

Desde que se creó la Bolsa de Bogotá hasta los años setenta, las acciones fueron prácticamente el único instrumento negociado en el mercado de capitales.

El mercado accionario fue disminuyendo su tamaño desde los años cincuenta, como consecuencias de las políticas tributarias y de la decisión de convertir las empresas en sociedades cerradas, cuya decisión fue tomada en 1951, la cual otorgaba funciones de fomento al Banco de La República. De esta forma la consecución de capital bursátil fue remplazada por el crédito de fomento otorgado por el mismo Banco de La República por el endeudamiento externo². Durante los años setenta se inicia un proceso de abandono de dicho mercado, y desde entonces las empresas comienzan a depender del sector financiero y del crédito de fomento para su financiación³.

¹ Práctica de comercio desleal que consiste en vender a un país por debajo de los costos de producción o cuando los productores intencionalmente venden más barato al exterior que en su país.

² Disponible en: <http://www.Geocities.com/wallsreet/1108/sistema.html>.

³ Oliver Bernal. Desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Revista Primer taller. Asobancaria.

En 1986, se realizó una reforma tributaria⁴, con la que se buscaba reactivar el mercado de acciones en el país, como alternativa de financiación de las empresas. Estas medidas se complementaron con la expedición del decreto 1321 de 1989, por medio del cual se eliminó el impuesto al patrimonio sobre las acciones (con vigencia a partir de 1992).

El mercado de capitales en Colombia presenta un crecimiento en la década de los noventa después de la apertura económica, dado que los inversionistas se encontraron motivados por los estímulos del gobierno a la inversión, con nuevas y mejoradas normas y legislaciones del mercado de capitales.

En 1990 se expide la ley 27, que introdujo en el mercado las acciones preferenciales sin derecho de voto, con el ánimo de impulsar el mercado y garantizar a los inversionistas el acceso a los beneficios de la posición de las acciones; a su vez se expide la ley 49 de 1990, por medio de la cual se estableció que la utilidad que se obtiene como producto de la valorización al vender en bolsa una acción, no sería gravada con el impuesto de renta ni de ganancia ocasional.

En 1996 la ley 6, estableció beneficios para los contribuyentes del impuesto de renta los cuales obtienen un descuento del 50% en la contribución a su cargo cuando invierten 15 % de su renta gravable en acciones y bonos de sociedades. A finales de 1999, se empiezan a vislumbrar nuevas tendencias, como las bajas tasas de interés, el incremento en las exportaciones y las mejoras en la actividad industrial.

En el 2000, las empresas que sobrevivieron a todos éstos cambios, comienzan a reestructurar todo su sistema financiero, de información y procesos de calidad. Esto se ve reflejado en los índices de la Bolsa de valores de Colombia a través de su IGBC⁵, presentando un buen desempeño en sus valorizaciones y en su rentabilidad.

El 3 Julio de 2001, comienza una nueva era en el mercado de valores, nace la Bolsa de Valores de Colombia, denominada Bolsa de Valores de Colombia S.A., BVC, como producto de la integración de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente. En ésta nueva institución, se encuentra consolidada una sola plataforma y en ella se administran los mercados accionario, cambiario, de derivados y de renta fija. A su vez cuenta con la participación de todas las sociedades comisionistas que pertenecían a las anteriores bolsas. En la actualidad, el mercado de capitales colombiano se ha convertido en una opción de inversión en renta variable que resulta bastante atractiva para dinamizar y

⁴ Ley 75 de 1986, por medio de la cual se buscaba incentivar la financiación por emisión de acciones a través de la eliminación gradual de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses, la nivelación gradual de la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y limitadas y la eliminación de la doble tributación.

⁵ El Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia, mide de manera agregada la variación de los precios de las acciones más representativas del mercado.

ampliar el portafolio financiero de quienes desean recibir ganancias adicionales a los demás productos de inversión que ofrece el mercado.

A pesar de que en Colombia éste mercado aún se encuentra rezagado, se evidencia que se puede convertir en un motor del desarrollo económico del país ya que además de facilitar el flujo de capital entre las economías afecta de manera sustancial variables macroeconómicas de importancia tales como la inversión, las tasas de ahorro, la producción y el interés.

1.1.2 Organización del mercado de capitales

El mercado de capitales está conformado por dos grandes grupos, el mercado intermediado y el mercado no intermediado y los cuales se encuentran a su vez subdivididos.

El mercado intermediado está conformado por los establecimientos de crédito, establecidos de acuerdo a la ley, y su principal función es captar moneda legal del público, por medio de depósitos, depósitos a la vista y a término, para que estos recursos después sean colocados nuevamente en el mercado por medio de préstamos, descuentos, anticipos y otras operaciones activas de crédito.

En Colombia, encontramos en los establecimientos de crédito, los bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial; los cuales se encuentran vigilados por la Superintendencia bancaria.

El mercado no intermediado o no bancario, se desarrolla la mayor parte en la Bolsa de Valores o también conocido como mercado público de valores; se encuentra compuesto por cuatro sub-mercados: el de acciones, el de bonos, el de derivados y el de otros mecanismos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos. Éste mercado es el que se enfatizará en el presente trabajo, ya que las acciones hacen parte fundamental en el proceso de la democratización accionaria.

A su vez, dentro del mercado bursátil se han definido unos indicadores que miden ciertas características indispensables para su funcionamiento, como son: Tamaño del mercado, liquidez del mercado, concentración del mercado y de la propiedad accionaria, Rentabilidad y riesgo, Eficiencia en la valoración de activos, Indicadores institucionales y de regulación; cada uno de éstos interviene en el mercado accionario resaltando los

procesos de bursatilidad, volatilidad, capitalización, costos, eficiencia en precios, entre otros.

Como se mencionó anteriormente, las Bolsas de Valores son las piezas más importantes de canalización de fondos en el mercado financiero, ya que se busca intermediar entre el ahorro y la inversión.

Para que en las Bolsas de Valores se dé un mercado perfecto, es necesario que sea un mercado libre, transparente y eficiente.

Los mercados de valores tienen unas funciones económicas, ya que en el mercado secundario proporcionan a los agentes económicos un mecanismo que permite reducir el costo de la intermediación, aunque significa asumir el riesgo de plazo.

1.2 Acción como título valor

Los títulos valores son definidos en el artículo 619 del código de comercio de la siguiente manera: “los títulos valores son documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora”⁶ se diferencian por su carácter documental y necesario, la literalidad, y la incorporación del derecho.

Toda la legislación que enmarca la operación de los títulos valores en Colombia se basa en el Proyecto De Ley Uniforme De Títulos Valores Para América Latina, conocido también como “proyecto INTAL”. Dicha legislación se encuentra contemplada en el Código de Comercio, y las siguientes son algunas generalidades a tener en cuenta para nuestro estudio sobre la democratización accionaria ya que las acciones emitidas al público, como tal, son “*títulos valores*” de renta variable.

Los títulos valores de renta variable se encuentran relacionados con la rentabilidad de la inversión, las utilidades generadas por la empresa en la cual se invirtió y con las ganancias de capital que han sido obtenidas por la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta. Las acciones forman una parte proporcional del capital social de la empresa que las ha emitido y otorgan a sus propietarios derechos y obligaciones como son: Asistencia y voto en las juntas generales, éste se refiere a poseer un número de votos estipulados en los estatutos de la sociedad, puede ser proporcional a la participación en el capital social; participación en las decisiones tomadas en la junta

⁶ Disponible en: http://www.bancoldex.com/pdf/estudio_colombia_capituloII_titulosvalores.pdf

general de accionistas a través del derecho a voto; derecho al dividendo, en donde una empresa que ha tenido beneficios reparte una porción de estos a los accionistas en la forma en que corresponda; derecho preferente de suscripción; transmisibilidad, referente a las sociedades que cotizan en bolsa y las acciones se transmiten sin ninguna restricción o condición; derecho de información; derecho de separación de la información y derecho de impugnar acuerdos sociales.

En cuanto a las obligaciones se presenta: el pago, el cual se realiza en el momento en el que se compromete el accionista y suscribe sus acciones; y responsabilidad, que adquiere el accionista de acuerdo a su capital en momento de pérdida o deudas de la sociedad.

Las acciones emitidas por las sociedades anónimas abiertas son las únicas autorizadas para su negociación en bolsa. Las empresas manejan diferentes tipos de acciones, como pueden ser las acciones ordinarias, las cuales permiten que sus titulares posean derechos económicos y no económicos de acuerdo con la participación que se tenga en el capital de la entidad emisora; los económicos están relacionados con la posibilidad de percibir dividendos y los no económicos con el derecho a voto en la asamblea; las acciones preferenciales sin derecho a voto, en donde su titular tiene el privilegio de recibir el pago de dividendos con prioridad y seguido a esto, en caso tal de disolución de la empresa el reembolso del capital, por otra parte, éstas no dan derecho a voto en las Asambleas de los accionistas, excepto cuando se especifica este derecho o cuando ocurren eventos especiales como la no declaración de dividendos preferenciales.

La Empresa de Teléfonos de Bogotá e ISA al iniciar el proceso de democratización incorporan otro tipo de acción que son: las acciones privilegiadas, las cuales están reglamentadas en el artículo 381 del código de comercio y aunque los titulares conservan los mismos derechos de los titulares de las acciones ordinarias tienen otros privilegios como, el derecho a que de las utilidades generadas por las sociedades se destine un dividendo privilegiado anual por acción, que puede ser acumulable o no, que se realice una distribución preferencial de las utilidades que obtenga la compañía, el derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación de la compañía, y cualquier otro privilegio de carácter exclusivamente económico.

1.3 Teoría análisis de riesgo

La selección de inversiones es un tema esencial para los agentes del mercado accionario, puesto que su elección podría definir su rentabilidad a futuro debido a esto se analizan instrumentos, como indicadores, los cuales les permiten reaccionar ante cambios en el comportamiento del mercado y tener clara la estructura del mismo, con el objetivo principal de tomar la mejor decisión a la hora de invertir; por lo tanto la gestión de riesgo⁷ apoya una mejor toma de decisiones mediante su contribución a un mayor adentramiento a los riesgos y sus impactos. La superintendencia de valores hoy superintendencia financiera hace parte fundamental en la evolución del mercado bursátil y en las empresas que desean incursionar en la venta de acciones al público en general, puesto que además de supervisar y vigilar el mercado, se encarga de velar por una mayor transparencia de éste, con el firme propósito de proteger a los inversionistas brindándoles los elementos de análisis necesarios para el mejor desempeño en sus diferentes alternativas de inversión⁸.

Cuando se invierte en renta variable, en este caso las acciones emitidas por las empresas ISA y ETB, las utilidades a futuro no se pueden predecir puesto que estas dependen del comportamiento y resultados que dichas empresas hayan tenido, como también de los factores de la economía y del comportamiento de la Bolsa de Valores en el país, por consiguiente las inversiones que se realizan teniendo en cuenta estos factores predeterminan las ganancias o las pérdidas en las que se puede incurrir las entidades emisoras, seguido a esto, las organizaciones maximizan sus beneficios si la gestión de riesgo se aplica desde el inicio y no durante el proceso de los proyectos.

En el mercado bursátil y sobre todo en el mercado accionario es importante contar con instrumentos que permitan analizar su comportamiento y su estructura, de tal forma que proporcionen a los inversionistas y administradores del portafolio tener las bases necesarias para seleccionar correctamente sus inversiones.

Dentro de estos instrumentos podemos resaltar la calificación del riesgo, la cual es vital para el desarrollo del mercado de valores.

⁷ Es el grado de variabilidad o contingencia del retorno de una inversión. Existen varias clases de riesgos: de mercado, solvencia, jurídico, de liquidez, de tasa de cambio, riesgo de tasa de interés.

⁸ Superintendencia de Valores -Oficina de estudios económicos - 1995.

La calificación tuvo su origen en Estados Unidos a finales del siglo pasado con la consolidación de un sistema de información crediticia, que utilizaban inversionistas e instituciones financieras de ese país⁹.

La calificación del riesgo es definida como: “la opinión de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos”¹⁰, esto significa que las sociedades calificadoras de valores incentivan la eficiencia de tal forma que su evaluación se basa en el cumplimiento de los compromisos financieros derivados de la emisión. La calificación también se enfatiza en lo concerniente a aspectos contables, financieros, proyecciones, productividad, clientes entre otros. Esta calificación puede ser observada en la evaluación realizada a las empresas que se están analizando en este trabajo, por parte de firmas tan importantes como: Duff and Phelps y Standard & Poor's.

En los beneficios que ofrece este instrumento para el mercado de valores hacen parte: una mayor transparencia y uso de la información en el mercado de títulos de deuda, permite crear una cultura de riesgo en la inversión, ofrece una mayor eficiencia al mercado en el momento en que se fija la rentabilidad de los títulos en función del riesgo implícito de los mismos, contribuye a que los inversionistas se involucren fácilmente con el factor riesgo en la toma de sus decisiones, lo que les permite tener instrumentos de comparación del mismo entre alternativas similares de inversión, permite la ampliación del número de emisores e inversionistas que acuden al mercado público de valores, la calificación positiva de la inversión permite que se pierda el escepticismo a invertir en este tipo de mercados.

Dentro de la calificación de riesgo crediticio se encuentra el riesgo país o riesgo económico que se refiere al ambiente económico de negocios y social en donde opera el emisor, éste a su vez determina el riesgo soberano, que identifica como la actuación del gobierno interviene en las acciones del deudor en el momento en el que utiliza los fondos disponibles y cumple con las obligaciones de deuda en moneda extranjera, es decir la confianza que se tiene en la calidad de los títulos valores y la capacidad que tiene el gobierno de cumplir con su propia deuda externa y con la que él garantice.

⁹ Proyecto de norma técnica colombiana –Gestión de Riesgo – 1999.

¹⁰ Universidad Externado de Colombia, Operaciones Financieras del Mercado Bursátil, 2003.

La política económica cumple también una función importante con respecto al riesgo, puesto que entre mas efectiva sea ésta, menor será su riesgo soberano.

Específicamente en Colombia la consagración legal de las sociedades calificadoras de valores se inició el 5 de diciembre de 1991 con la expedición de la Resolución 10¹¹ por parte de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores (Superintendencia de Valores), de acuerdo con lo previsto en la ley 45 de 1990; posteriormente la normatividad se fue modificando con otras resoluciones.

La superintendencia de valores autorizó el funcionamiento de dos agencias calificadoras para la evaluación del riesgo, la primera que incursionó en el mercado fue Duff and Phelps de Colombia S.A., la cual empezó a otorgar calificaciones en octubre de 1994. En diciembre de 1994 se autorizó la segunda sociedad calificadora Bank Watch Ratings de Colombia S.A. que empezó a operar en febrero de 1998.

Antes de surgir dichas sociedades, la calificación de riesgo era respaldada por las entidades de crédito, lo que no permitía la transparencia para los inversionistas en cuanto a las verdaderas condiciones de los emisores y los compromisos adquiridos para pagos, además los costos en los que incurrían las entidades de crédito para la realización de su evaluación eran demasiado altos en comparación con las nuevas entidades especializadas en el tema.

1.3.1 Comportamiento del Valor en Riesgo - VAR

Las instituciones que optaron desarrollar el proceso de Democratización Accionaria utilizaron un mecanismo esencial para la evaluación del riesgo, el VAR el cual esta definido como: “un método para cuantificar la exposición al riesgo de mercado, utilizando técnicas estadísticas tradicionales”.¹² Mide también la pérdida que se podría sufrir en condiciones normales del mercado en un periodo de tiempo y con un cierto nivel de probabilidad o de confianza.

La volatilidad¹³ de los mercados hace que se requiera con más exactitud una evaluación que muestre las pérdidas potenciales en las que pueda incurrir un inversionista. Estos riesgos pueden ser: Incremento en la tasa de interés (Riesgo de Mercado),

¹¹ Se establecieron los requisitos de inscripción en el RNVI de las agencias evaluadoras de riesgo, los valores objeto de calificación, documentos que debían presentarse para dicho tramite, procedimientos y categorías de calificación.

¹² Operaciones Financieras en el Mercado Bursátil.

¹³ Una acción se denomina volátil cuando su precio varía con gran amplitud en relación con la variación del mercado.

Incumplimiento de los emisores de deuda “Riesgo de Crédito”, Salida masiva de recursos “Riesgo de Liquidez”.

Las instituciones financieras y autoridades reguladoras se preocupan por tratar de medir la exposición al riesgo de mercado, teniendo en cuenta el capital necesario que cubra este riesgo y asignar ese capital a los mercados que representen una mayor rentabilidad a la institución con el objeto de proteger a la institución de los costos de bancarrota.

Es importante que las instituciones financieras y empresas públicas revelen la información financiera relacionada con sus riesgos para mantener una transparencia con su contraparte en el mercado, para así mejorar la credibilidad de la institución y poder incrementar el nivel de operaciones y negocios.

1.4 Valoración de empresas

La valoración de empresas es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planeación estratégica, análisis de inversiones y en muchas otras transacciones.

La valoración¹⁴ es un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio de la empresa y es un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa. Por otra parte, ésta permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción del valor¹⁵.

Un proceso de valoración depende directamente de las razones que la motivan, dentro de las cuales se pueden encontrar, fusiones, liquidaciones, potenciales ventas, ventas parciales, entre otras.

Para concluir dichos procesos, la valoración debe llevarse a cabo a través de dos etapas: una de evaluación y una propia tal de de valoración.

La primera etapa, corresponde al *Due Diligence* o debida diligencia, que es el proceso que debe efectuar todo potencial inversionista para conocer la empresa que desea adquirir, identificando los riesgos y otras situaciones particulares. Este proceso se centra directamente en auditar detenidamente los estados financieros de la empresa, verificar sus activos tangibles y conocer toda la cultura organizacional de la misma; la segunda

¹⁴ Pérez-cotapos Marín, Gerardo Luis. Los Métodos de Valoración de empresas y la aplicación a una compañía industrial. Valparaíso 2004.

¹⁵ El valor no es otra cosa que el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades. En este sentido, el valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios.

etapa, la de valoración, corresponde a la determinación del valor que pagará por la empresa con relación a la evaluación que se haga de la información. En ésta etapa es donde se reflejan los diversos métodos que se encuentran para valorar las empresas.

1.4.1 Modelos de Valoración de Empresas

Hay dos clases de métodos de valoración los contables y los de rentabilidad. Dentro de los métodos contables encontramos¹⁶:

a. Balance general: en este encontramos los siguientes métodos:

- Valor en Libros: ésta metodología se basa en el modelo de partida doble, en el que el valor de la compañía es el valor del patrimonio. Así: $V = E = A - D$ donde $V =$ Valor de la compañía ; $E =$ Patrimonio; $A =$ Activo; $D =$ Pasivo
- Valor en libros Ajustado: $V = E_A = A_A - D_A$
- Valor de liquidación: es lo que valdría la compañía al ser liquidada, con lo cual, quedaría el valor del patrimonio ajustado menos los gastos generados por el cierre.

$$V = E_A = A_A - D_A - G$$

$G =$ Son los gastos ocasionados por la liquidación.

- Valor de reposición: éste método supone que el valor de la compañía es igual a la suma del valor de compra de activos que son necesarios para la operación del negocio.

n

$$V = \sum_{j=1}^n A_j$$

$j=1$

Donde A_j representa el valor de compra del activo.

b. Múltiplos: éste método consiste en comparar los resultados de valoraciones de empresas del mismo sector o de un sector similar, para calcular el valor de la empresa que está evaluando. El múltiplo se define dependiendo de la información disponible, de las características del sector y el tipo de compañía dentro del sector.

Dentro de éste método encontramos los siguientes modelos:

- *PER:* El ratio precio-beneficio se calcula dividiendo el precio de mercado medio entre el beneficio por acción. Permite determinar el valor de las empresas no

¹⁶ Mascareñas, Juan "Métodos de valoración de empresas de la Nueva Economía".2000.

cotizadas en la Bolsa y si éstas son cotizadas, ésta puede ayudar a detectar si el mercado está sobre o infravalorando el valor en cuestión; además permite estimar el valor de las acciones de una empresa sin más que multiplicar el PER medio de las empresas de referencia por el BPA (Beneficio por Acción) de la empresa a valorar. No se puede aplicar si la empresa no tiene beneficios.

- *Precio-flujo de caja*: Similar al anterior, pero en lugar de utilizar el beneficio por acción se utiliza el flujo de caja por acción. No se puede aplicar si el flujo de caja del período es negativo.
- *Precio-valor contable (PBVR)*: Se calcula dividiendo el precio medio de la acción entre su valor contable. Permite estimar el valor de las acciones de una empresa sin más que multiplicar el PBVR medio de las empresas de referencia por el valor contable de la acción a valorar. Si el valor contable de las acciones fuese negativo no se puede aplicar este múltiplo.
- *Precio-ventas (PSR)*: Se calcula dividiendo el precio medio de la acción entre el ingreso por acción. Permite estimar el valor de las acciones de una empresa sin más que multiplicar el PSR medio de las empresas de referencia por los ingresos por ventas de la acción a valorar. Una variante de este ratio consiste en dividir el valor de mercado de la empresa (fondos propios más deudas a largo y medio plazo -*enterprise value*-) entre los ingresos por ventas.
- *Multiplicador del EBITDA*: Se basa en que el valor de la empresa es un múltiplo de sus beneficios antes de amortizaciones, intereses e impuestos (EBITDA en inglés).

2. MARCO TEÓRICO

2.1 Democratización Accionaria

Se constituye como un proceso financiero que tiene por objeto principal diversificar la inversión en acciones, abriendo de esta manera la propiedad accionaria de una empresa hacia un conglomerado diferente al grupo controlador de la sociedad; logrando así hacerse participe cualquier persona sin distinción social ya que es una oferta pública, donde los inversionistas se convierten en propietarios proporcionales de las empresas que financian con su ahorro.

El esquema es el de una IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING), donde el grupo o individuo dominante de una compañía ofrece vender parte o la totalidad de la propiedad accionaria de la misma, garantizando condiciones que generen la participación masiva, utilizando procesos de amplia publicidad y libre concurrencia tal como, despliegues publicitarios por todos los medios de comunicación, que incorporen en sí el concepto de “democratización de la propiedad accionaria” y generen el uso de la red de los establecimientos de crédito.(ISA, 2002)

Es así como la política de privatización que han venido adoptando las empresas estatales generan una apertura del mercado de valores a la comunidad y a los individuos a través de dos formas, bien puede ser participando directamente como demandante de acciones en el mercado primario o a través del ahorro contractual realizado por inversionistas institucionales¹⁷ este fenómeno se le ha denominado “capitalismo popular”. (Borísov, Zhamin y Makárova, 1965)

El capitalismo asume una forma democrática cuando éste, esta representado por un número grande de individuos o de instituciones que tiene la posibilidad de hacer una elección libre con un nivel adecuado de información y están ligados de alguna manera al éxito o al fracaso de la empresa a la cual le han apostado. La democratización accionaria refleja claramente la ampliación del número de accionistas, transparencia y pleno conocimiento de lo que sucede al interior de las organizaciones y en si todo lo que representa una administración correcta del emisor.

¹⁷ Inversionistas institucionales: Aquellas entidades financieras autorizadas para realizar inversiones con el producto de ahorros de una comunidad, como ejemplo podemos tomar los Fondos Mutuos de Inversión, Fondos de Pensión, Administradoras de fondos de cesantías, las sociedades fiduciarias entre otros.

En el marco de la política monetaria encontramos la democratización accionaria como un proceso que incentiva la inversión y junto con acciones oportunas y eficientes de las autoridades monetarias -respecto al control de las variaciones en la cantidad total de dinero, tipos de interés y de cambio que controlan la inflación, la tasa de desempleo e incentivan el crecimiento económico y mejora la balanza de pagos- influyen positivamente en la economía. El buen uso de las medidas de política monetaria van de la mano con la democratización accionaria, ya que el sector empresarial colombiano tiene particularidades que no son comparables a las economías desarrolladas, consecuentemente es necesario replantear los instrumentos de política monetaria que incentiven el mercado de capitales, como la implantación de políticas expansionistas que harán subir los precios de las acciones y generen ganancias de capital.

La democratización accionaria se presenta como una opción para que las empresas colombianas puedan obtener liquidez a bajos costos, inversión directa, apertura a mercados extranjeros, mejorando la productividad y la competitividad, lo cual conlleva a evitar fugas de capital.

El proceso de democratización busca ofrecer al colombiano común asalariado una forma de ahorro que pueda contribuir a garantizar de alguna manera su futuro, brinda buenos niveles de rentabilidad y además lo hace participe de los beneficios de las economías de escala que se derivan de un gran volumen de inversión, también es necesario tener en cuenta que la inversión en acciones genera rentabilidad para el inversionista desde dos frentes: uno es el pago de dividendos que ésta genere en el normal desarrollo de las operaciones del emisor y otro es la cotización y el incremento de la valorización de la acción en el tiempo, por esto la inversión en el mercado de valores se constituye como la más dinámica y con más perspectivas frente a las demás opciones. Los entes involucrados en una operación de este tipo son: la Bolsa de Valores de Colombia, el inversionista, las sociedades comisionistas, el accionista y el emisor. (BVC, 2004)

El procedimiento en Colombia para la realización de una oferta pública de democratización, regulado y establecido por la Superintendencia financiera en términos generales es el siguiente¹⁸:

¹⁸ Bolsa de Valores de Colombia, 2004:142.

*Mecanismo de Negociación: Se realiza una oferta pública de democratización en acciones por medio de la Bolsa De Valores de Colombia previamente autorizada por la Superintendencia Financiera en rueda especial hasta cuando las condiciones sean iguales para todos los inversionistas y se determine un mecanismo de prorrateo para la asignación.

*Solicitud Inicial: Se presenta cuando el emisor o un comisionista que lo represente radica en la Bolsa de Valores una solicitud escrita de oferta pública de democratización.

**Instructivo Operativo*: Previa autorización de la superintendencia la Bolsa de Valores otorga un Instructivo operativo que explica claramente las condiciones de la democratización, el mecanismo de negociación y cualquier otro aspecto relevante. Este aviso será publicado y enviado a la superintendencia de valores el mismo día del primer aviso de oferta.

La democratización es para el mercado de capitales la clave para la consolidación de su desarrollo, puesto que sin ésta, se inhibe ampliamente la oferta y la demanda, es el mejor mecanismo de dinamización ya que su operación genera un flujo constante y obligatorio de transacciones bursátiles producido por la alta cantidad de agentes involucrados, tal situación se refleja en el mercado colombiano donde las transacciones en acciones son el 0.4% del PIB y el 1% del monto transado en bolsa. (ETB, 2006)

En lo que a liquidez se refiere la cantidad de acciones transadas representa el 2.8% de la capitalización bursátil¹⁹ y son muy pocas las empresas que se encuentran inscritas en bolsa, cuando a finales de los noventa estaban inscritas aproximadamente 175 empresas hoy día figuran alrededor de 114, seguido a esto se percibe una alta concentración de la capitalización bursátil, pues dos sectores explican prácticamente la mitad del índice unificado de la bolsa y las diez empresas mas grandes reflejan cerca del 70% del monto transado en bolsa. (ETB, 2006)

En nuestro país el mercado accionario aún se encuentra bastante rezagado pero si el desarrollo económico, la cultura de ahorro, y la inversión interna y externa mejoran la capitalización y el desarrollo bursátil serán un camino obligatorio para la consolidación

¹⁹ Valor de mercado de las empresas.

de la economía colombiana, hasta llegar a un nivel si quiera parecido a los mercados de capitales desarrollados; estableciendo un paralelo a modo de referencia, en un país como Estados Unidos cerca del 60% de los hogares invierten en acciones, las transacciones en acciones representan cerca del 145% del PIB, el volumen transado representa el 109% de la capitalización bursátil clasificado como de alta liquidez, dicha capitalización representa el 133% del PIB y el número de empresas inscritas en bolsa asciende a 5295. (ETB, 2006)

Dentro de la teoría económica se encuentran autores que hacen acercamientos al proceso de democratización accionaria bajo sus diferentes enfoques, entre ellos se encuentran: Garay²⁰, quien señala que la situación económica y social que ha vivido el país, refleja una gran pobreza para la mayoría de la población y al mismo tiempo gran concentración accionaria y de capitales, generando así, desigualdad, ingresos que no superan la línea de la pobreza al día y por consiguiente, que entre la ilegalidad, - ingresos ligados al narcotráfico, corrupción entre otros- a la mayor parte de la población que vive con un sin numero de necesidades, sin embargo, otra parte de la población ahorra una porción de sus ingresos, los cuales los destina en diferentes formas de inversión y una de ellas es la democratización en la propiedad accionaria la cual induce a la participación de la población en las empresas privadas con una cuota mínima de inversión incrementando sus ingresos y haciéndose propietario de la misma, permitiendo que exista un crecimiento en el ámbito financiero, productivo y en cuanto a capital social. A su vez Los Kelso²¹, economistas Estadounidenses, plantearon un modelo económico que explica la distribución de la propiedad accionaria y señalan que el trabajo no es el único creador del valor si no también lo es el capital; realizan un paralelo entre la distribución del ingreso y la concentración del capital, en cuanto al salario básico de los trabajadores y las ganancias de los empresarios. Exponen que el salario básico de los trabajadores en un país solo alcanza a cubrir ciertas necesidades y la mayoría de estos no tienen la posibilidad de aspirar a participar en los rendimientos que generan los procesos de producción de las empresas, mientras que las utilidades de los empresarios son repartidas de acuerdo a sus montos de inversión, capital y fuerza de trabajo; por lo tanto los autores afirman: “Si los capitalistas están representados por un pequeño grupo, en algún momento el mercado no podrá absorber todo el valor de la

²⁰ Luis Jorge Garay, La Economía Política de la Exclusión Social en Colombia.

²¹ Louis O. Kelso, Patricia Hetter Kelso, La Democracia y el Poder Económico.

producción, pues el ingreso de la masa no alcanzará a darle suficiente capacidad de compra”. (1986:43). Es entonces cuando la democratización accionaria se vislumbra entonces como un mecanismo sobre el cual podríamos consolidar el desarrollo de nuestro mercado de capitales, de dicho proceso subyace la ampliación de la base democrática en el patrimonio de las empresas y la operatividad del mercado con eficiencia de información, además los pequeños ahorradores forman una base estable para el mercado de valores colombiano con su vinculación, bien sea de forma directa o a través de los inversionistas institucionales.

En Colombia existe gran escepticismo por parte del sector empresarial, la causa principal por la cual los empresarios le temen abrir las puertas a nuevos inversionistas es perder el control de la empresa, la segunda razón es el desconocimiento de esta forma de financiación y la tercera es la percepción de que la empresa no cumple las condiciones para acceder a cotizar en bolsa; es el caso del Grupo Aval Acciones y Valores S.A.²², quien en el año 1999 se lanzó como pionero al proceso de la democratización accionaria, realizando una gran venta de acciones en el mercado público de valores sobre la oferta de 1.200.774.970 acciones en el periodo de noviembre 1 a Diciembre de 1999, para finales de diciembre habían 40.042 accionistas y vendidas 312.062.341 acciones correspondientes al 2.58% del total de acciones ofrecidas. Estas cifras demuestran que no hubo la aceptación esperada en el mercado por causas como las mencionadas anteriormente, lo cual llevo a detener y finalizar el proceso.²³

Sin embargo, el sector empresarial colombiano debe estar mas abierto a nuevos mecanismos de financiación como la democratización ya que puede generar excelentes perspectivas de ganancia y crecimiento, ayudando de esta manera al desarrollo del mercado de capitales colombiano puesto que como lo ha demostrado la experiencia de ISA y ETB; la democratización accionaria resultó ser un proceso positivo que contribuyó al fortalecimiento institucional de la empresa y consolidó la estructura de capital de la misma, además de ser un excelente medio de apalancamiento financiero, es importante resaltar que gracias a esto Colombia cuenta hoy con 150.000 nuevos accionistas.

²² Sociedad “holding” propietaria de varias de las acciones de las empresas líderes en el sector financiero como Banco de Bogotá S.A, Banco de Occidente S.A, Banco AV Villas S.A, Porvenir S.A y Leasing de Occidente S.A.

²³ Disponible en <http://GrupoAval.com/historia>

Haciendo un análisis coyuntural las tendencias y la mentalidad del sector productivo colombiano tendrá que cambiar y reorientarse hacia las metas y competencias que exige el Tratado de Libre Comercio, además fuentes de financiación empresarial como el crédito bancario resultan demasiado costosas, y es una solución funcional y efectiva solamente en el corto plazo, además la reconversión física y ampliación tecnológica y estructural exigen recursos y financiación de largo plazo que solo provee el mercado de capitales.

2.2 Aspecto Jurídico

La democratización accionaria como toda actividad financiera esta regulada por un marco jurídico y legal que persigue garantizar tanto los derechos de los accionistas como de los entes colocadores. El código de comercio de Colombia enmarca la legislación requerida para el funcionamiento de las sociedades anónimas o en comandita por acciones que se refiere entre otras a los topes en las tasas de interés, liquidez del mercado accionario, suministro de información con un bajo margen de asimetría, funcionamiento de los privilegios accionarios, etc.

La Constitución Política de Colombia en el capítulo V, artículo 365 establece que: “Los servicios públicos son inherentes a la finalidad social del Estado. Es deber del Estado asegurar su prestación eficiente a todos los habitantes del territorio nacional.” “El Estado mantendrá la regulación, el control la vigilancia de dichos servicios.” Consecuente con esto la ley 142 de 1994²⁴ fija y establece la finalidad en la prestación del servicio que de manera total siendo entonces la ETB e ISA subordinadas a dicha regulación. Por otra parte en el artículo 367²⁵ se menciona que: “La ley fijará las competencias y responsabilidades relativas a la prestación de los servicios públicos domiciliarios, su cobertura, calidad y financiación.” Por consiguiente, la ley 142 de julio de 1994 hace referencia a la normatividad en la prestación de servicios públicos domiciliarios, a través de ésta se crea la comisión de regulación de energía y gas (CREG) que separa las actividades de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica, también crea la superintendencia de servicios públicos domiciliarios, el centro nacional de despacho y el consejo nacional de

²⁴ Estatuto de los Servicios Públicos

²⁵ Constitución política de Colombia

operaciones. De ésta manera la ley 142 otorga a las empresas de servicios públicos domiciliarios los privilegios de vincularse al derecho privado brindándoles la posibilidad de obtener ciertos derechos que no tendrían con el derecho público, también les permite mantener claridad y transparencia en el proceso de democratización .

2.3 Democratización accionaria desde la óptica neoinstitucionalista

La corriente neoinstitucionalista es una teoría que cada día gana mas aceptación y fuerza, la cual enfoca la democratización desde los parámetros de los costes de transacción, los derechos de propiedad, la cultura de empresa y la memoria organizativa; se le denomina también economía del derecho y explica los hechos en los planes, decisiones y objetivos de las organizaciones; el nuevo institucionalismo intenta comparar unas instituciones con otras, con base en ventajas propias de cada una y rechaza el modelo de libre competencia promulgado por la corriente neoclásica como un supuesto ideal optimo, ya que en la realidad no aplica por restricciones tales como los costes de transacción y la asimetría de información presente en el mercado.

La economía institucional permite que funcione de una manera más eficiente el mercado con el mínimo de costos de transacción y operación, North²⁶ por ejemplo, identifica las instituciones como entes esenciales que se relacionan con el rendimiento del mercado teniendo en cuenta su funcionalidad puesto que afectan a los costos de producción y los costos de transacción, esto significa que entre mas eficientes sean las instituciones crearan un mejor funcionamiento del mercado y una economía productiva. Esta corriente entonces, promueve metodologías que consolidan el desarrollo institucional adecuado para cada empresa y maximicen así los beneficios potenciales dadas sus funciones de costes, precios y condiciones de mercado, aborda la empresa como organización con un conjunto de normas internas que se explican en términos de costes de transacción, es así como las empresas en el normal desempeño de sus funciones generadoras de bienes y servicios, sufren costes transaccionales como los costes de obtener información sobre calidades y precios de mercado, costes de negociación,

²⁶ Douglass North, nacido en Cambridge, Massachussets, en 1920, Economista e Historiador, premio Nóbel de Economía en 1993.

costes de hacer cumplir los compromisos y por supuesto el coste de organizar y coordinar todas estas actividades.²⁷

En la democratización accionaria aplica acertadamente la teoría neoinstitucional ya que las normas que guían el comportamiento de una empresa explican su desempeño económico, así pues este proceso se analiza desde la microeconomía con base en los costes de información y transacción y las restricciones de los derechos de propiedad. (Kalmanovitz, 2002: 01)

Según Coase²⁸ en su teorema, establece que si no existieran los costes de transacción²⁹, la asignación de recursos sería siempre la más eficaz cualquiera que fuese la distribución de derechos de propiedad³⁰. Los intercambios económicos son transferencias de derechos de propiedad, aunque dichos derechos nunca son completos puesto que la libertad para disponer de un bien o un servicio nunca es completa, aquí entra el concepto de “contrato” en el cual se prevé acontecimientos futuros que puedan afectar el concepto de la transacción, este contrato puede ser implícito e informal o explícito y formal. En la realidad económica los contratos siempre son incompletos ya que la información que poseemos sobre el futuro es incompleta, se maneja un determinado nivel de incertidumbre y asimetría en la información.

Los contratos en las transacciones económicas según Williamson fijan lo que se llama “estructuras de gobierno” siendo las normas y regulaciones que definen lo que deben hacer los contratantes ante diversos acontecimientos futuros, son básicamente asignaciones de derechos de propiedad que generan la seguridad y los incentivos necesarios para la actividad económica; en Colombia ISA y ETB están amparados por un Código de Buen Gobierno que garantiza y legitima el proceso de democratización ante los ojos de los inversionistas en acciones democratizadas.

En conclusión el análisis neoinstitucional es interdisciplinario, rechaza la concepción neoclásica del agente económico racional y maximizador y al contrario elimina el

²⁷ Adaptado de Internet, <http://La nueva Economía Institucional del Mercado y el Estado de Derecho>, Rene Villarreal.

²⁸ Ronald H. Coase (1910-) Británico, Economista y premio Nóbel en Economía en 1991

²⁹ Son los costes de establecer y mantener los derechos de propiedad.

³⁰ Facultad que tiene un individuo de tomar decisión frente a un bien o un servicio.

paradigma de la perfección en los mercados con el concepto de “contrato incompleto” y consideran una realidad económica dinámica, el neo-institucionalismo promueve un fortalecimiento institucional y además analiza la economía en función de los intereses colectivos, rechazando de antemano el carácter individualista en el que Marx enmarcaba la economía, por esto este documento adopta el institucionalismo como plataforma teórica y rechaza la teoría neoclásica ya que el modelo institucional se adapta mas a un proceso de democratización accionaria, por consiguiente un proceso de democratización accionaria nace con un carácter social, consolidando como objetivo la participación libre y heterogénea de todo un conglomerado, con la plena convicción de que un proyecto de expansión o financiación debe permitir la interacción de un ilimitado grupo de agentes que muy seguramente determinarán el éxito o fracaso del proceso.

2.4 Interconexión Eléctrica S.A. – ISA y Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá – ETB.

2.4.1 Sector Energético

A principios del año 2001 el Sector Energético Colombiano se ve abatido por una serie de condiciones adversas en el desempeño de sus funciones, como son: el fuerte impacto de los atentados guerrilleros con voladuras de torres, un esquema regulatorio que impone serias restricciones a su funcionamiento y una descapitalización por parte de las distribuidoras, dichas contradicciones no solo afectaban al sector sino a la economía en general un crecimiento negativo, un sistema económico débil, pérdida de competitividad frente a los mercados externos y una pésima imagen internacional.

En la actualidad el panorama es distinto y además prometedor ya que el sector energético colombiano tiene un importante potencial para mejorar la autosuficiencia a partir de suministros regionales, cabe resaltar que el consumo final de energía se asocia con el nivel de crecimiento económico con una relación energía – PIB cercano a la unidad, en el periodo 1975- 1996 el consumo de energía creció un 3.6% anual promedio en relación con un 4.1% anual del PIB. Es así como hoy día este sector tiene un doble carácter estratégico de una parte genera crecimiento económico y de otra por abastecimiento de las demandas intermedias y finales de energía. (ENGERMINAS, 2005).

Cabe resaltar que en la actualidad el aporte del sector energético al desarrollo económico del país es de gran importancia y consolida a Colombia como un gran exportador de energía, ya que las necesidades nacionales de energía se suplieron en su totalidad a partir de la utilización optima del potencial energético del país. (ENGERMINAS, 2005).

ISA es en especial una organización ejemplar, con presencia en toda la comunidad andina, hoy día cuenta con el 84% de la red de transmisión nacional de energía de alta tensión en Colombia, el 79% en Perú y el 53% en Bolivia, además se consolida como una de las multinacionales de servicios públicos mas rentable e importante con planes ambiciosos y concretos de expansión

2.4.2 Historia de ISA

ISA nace en 1967 como una empresa oficial de servicios públicos, posteriormente la sociedad se transforma en una empresa de servicios públicos mixta, gracias al aporte del fondo de empleados FEISA, con la figura de una sociedad anónima de carácter comercial, esta organización fue fundada por las compañías generadoras de electricidad mas importantes de Colombia, desde entonces ISA es líder en el sistema de transmisión nacional con una participación cercana al 75% de la red nacional.

El negocio de generación de energía eléctrica inicia para ISA con la construcción de la planta eléctrica de Chibor, para 1994 ya contaba casi con el 30% del sistema de transmisión nacional de energía; las leyes 142 y 143 de 1994 (ISA,2002), reglamentaron las actividades económicas del sector energético enmarcadas en la generación, transmisión, distribución y comercialización de energía, por esta razón se definió la separación de la actividad de generación de ISA y el 4 de abril de 1995 se vieron obligados a crear una nueva empresa llamada ISAGEN S.A. a partir de este momento se consolido ISA como empresa dedicada básicamente a la actividad de transmisión de energía, administración del sistema interconectado nacional y la operación del mercado mayorista.

En agosto del 1998 ISA adquiere el 65% del las acciones de TRANCELCA, también en 1998 ISA incursiona en el negocio de las telecomunicaciones operando la red privada de telecomunicaciones mas grande del país; en enero del año 2000 se crea la empresa INTERNEXA, en ese mismo año ISA coloca dos emisiones de bonos en el mercado que

recibieron una calificación AAA por parte de DUFF AND PHELPS, posee también una calificación BB por parte de STANDARD AND POOR'S.

2.4.3 Democratización de ISA

ISA es una empresa colombiana de servicios públicos de carácter mixto (pública y privada), vinculada al ministerio de minas y energía, su actividad principal es la transmisión de energía de alto voltaje en Colombia, la empresa opera también el sistema interconectado nacional (SIN), administra el mercado de energía mayorista (MEM) y presta a sus clientes servicios de telecomunicaciones y de información con valor agregado. (ISA, 2002: Pág. 1)

Luego del análisis del grupo financiero y tras decisión de la junta directiva de la compañía se llegó a la conclusión en enero del 2000 que la democratización accionaria era la mejor estrategia de financiación, y la mejor manera de vincular capital privado a ISA sin tener que recurrir a aportes de los actuales accionistas, dicha elección acompañada de otras políticas que optimizan la estructura financiera de la compañía, como el saneamiento de cartera, privatizaciones y una regulación para la transmisión de energía que implica ingresos estables, posicionan a ISA hoy día en la organización líder en el mercado de transmisión de energía en el país con una captura cercana al 70% del mercado.

Con la democratización la organización persigue como objetivos fundamentales generar un fortalecimiento institucional, democratizar la propiedad accionaria de la compañía disminuyendo el coeficiente de GINI³¹, consolidar la estructura de capital, posicionar a ISA en el mercado de capitales nacional, incentivar el ahorro de los colombianos ofreciéndoles alternativas nuevas de inversión como lo es el mercado accionario y por último generar un mercado secundario de acciones que garantice la liquidez a los inversionistas.

El proceso de democratización accionaria de ISA no es un proceso sencillo es complejo y requiere de pautas y una estructura sistemática que garantice el éxito del proceso, el

³¹ Es un índice de concentración de la propiedad accionaria de una empresa, Mide qué tanto se separa en términos relativos, una distribución observada como puede ser la propiedad de acciones de la línea de equidistribución.

primer paso es la estimación del mercado potencial y actitudes de compra seguido de la determinación de la oferta potencial, una definición clara del producto, prosiguiendo con los correspondientes tramites ante las entidades regulatorias con un soporte legal y operativo suficiente, se define luego una estrategia de marketing, y por último la venta y distribución del producto con su correspondiente recaudo a través de la red bancaria.

En el proceso de colocación de las acciones existen cuatro etapas a saber³²:

* *Etapas de preventa*: Aquí se da una campaña fuerte de publicidad de introducción en medios masivos de comunicación, la creación de una línea gratuita de atención al público, correo directo y presentaciones en programas de televisión de alto *rating*, acompañado de información clara, general y constante al público sobre la empresa y sobre las características esenciales del producto y del proceso como tal.

* *Etapas de Promoción y venta*: Sigue con la publicidad constante en medios masivos y se realiza la distribución y recepción de las órdenes de compra a través de la red de oficinas de las entidades colocadoras, terminando con el recaudo de las cuotas iniciales de la inversión.

* *Etapas de Adjudicación*: esta es realizada por una entidad independiente, denominada “central de procesos” que lleva a cabo la centralización y verificación de las ordenes de compra, y como la demanda superó el monto ofrecido esta entidad es la encargada de adjudicar a través del sistema de prorrateo.

* *Etapas de Post-Venta*: La administración de la emisión en el plazo de la financiación se le otorga a una sociedad fiduciaria, y en esta etapa se entrega la carta de adjudicación de las acciones y la libreta de pagos, las actividades principales son gestión de cartera, y servicio al accionista a través de una línea gratuita *Call Center*.

El éxito de la emisión de acciones fue tal que el 3 de septiembre del 2001 la junta directiva de ISA autoriza a la administración iniciar estudios de factibilidad para llevar a cabo una segunda emisión de acciones. En la primera emisión quedó claro que los colombianos eran receptivos a las alternativas de inversión de este tipo que aunque con mayor riesgo generan también mayor rentabilidad que las inversiones en renta fija a las que está acostumbrado el sistema financiero del país, demostró también que la colocación de acciones es un mecanismo ideal para incursionar en el mercado de valores colombiano y permite a su vez la inyección de capital en las empresas, además

³² Prospecto de colocación, ISA, 2001.

si con las condiciones económicas y sociales adversas en la primera emisión el proceso fue un éxito, la ausencia de estas garantizarían el funcionamiento de la segunda colocación. Ahora bien existen unas consideraciones adicionales a tener en cuenta como son: ISA como empresa sólida, confiable y con expectativas de expansión, un excelente nivel de recordación y posicionamiento gracias al fuerte énfasis en el mercadeo de la empresa y el producto, una alta demanda insatisfecha del orden del 30%, empresa con CODIGO DE BUEN GOBIERNO y características específicas de la acción tales como alto índice de bursatilidad y flotación, y superación de las expectativas en el pago de dividendos.

Esta segunda emisión de acciones estaba dirigida a varias categorías de inversionistas a saber como son Actuales Accionistas, Público en general y destinatarios institucionales. Con el correr del tiempo ISA ha demostrado una solidez financiera relevante atravesando por fuertes contradicciones coyunturales como lo fue la crisis social (fuertes alteraciones de orden público, atentados terroristas y voladuras de torres eléctricas) y la recesión económica (crisis financiera, contracción del PIB, baja demanda eléctrica, fuerte devaluación, liberación de la banda cambiaria, *downgrade* riesgo país y alto nivel de desempleo) en el periodo 1998 – 2002; dicha solidez es respaldada por una alta calificación crediticia AAA en el mercado nacional y en el nivel de inversión BB en el mercado internacional.

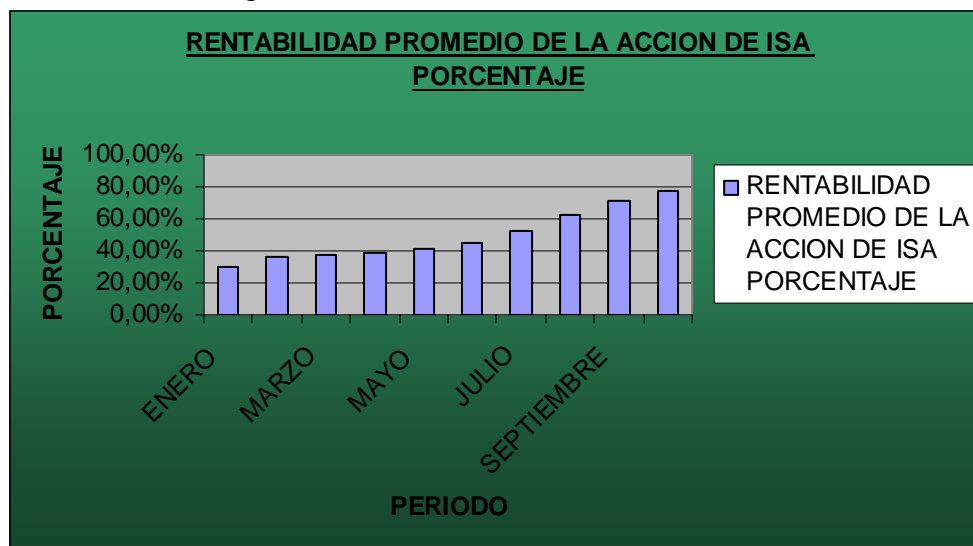
Desarrolla un negocio lucrativo debido en parte a las ventajas derivadas de las economías a escala en operación, y una experiencia técnico administrativa que le permite ser la mejor elección para expansiones importantes del sistema eléctrico nacional. La innovación y apertura de nuevos campos de negocio es una regla general en el desarrollo económico de la organización, esto lo sustenta la ejecución de proyectos de expansión nacional e internacional y la incursión en 1998 en el mercado de telecomunicaciones con valor agregado. Desde sus inicios ISA Interconexión eléctrica S.A. se mostró como una entidad seria, sólida, confiable, con futuro y expectativas de crecimiento. Luego de la primera democratización de acciones, ISA ya contaba con un alto nivel de recordación y posicionamiento gracias a las fuertes campañas de mercadeo de la organización y las acciones, y el desempeño de sus operaciones se desarrollaba a partir de un código de buen gobierno que garantizaba aun más el éxito económico de la organización. Además la acción como tal contaba ya con un excelente posicionamiento

y comportamiento en el mercado catalogándose como de “alta bursatilidad y flotación” (ISA, 2002) y un nivel considerable de demanda insatisfecha en la primera emisión del 30%.

En la actualidad la democratización de Interconexión Eléctrica S.A. ISA demostró ser un excelente proceso de posicionamiento institucional, además la contribución financiera del proceso a la compañía fue decisiva en el éxito del desempeño económico actual; a finales del 2005 las utilidades de esta compañía redondean los 160.000 millones de pesos lo que representa un incremento del 22% con respecto al mismo periodo del año inmediatamente anterior, cuenta con un margen operacional del 53%. En cuanto al comportamiento de la acción cabe resaltar que en 2004 y 2005 la acción ha tenido una valorización superior al IGBC, al 15 de noviembre ya ascendía a 108.13%, en lo corrido del 2005 la acción alcanzó un precio máximo histórico de \$4.400 pesos. (ISA Boletín accionistas, 2005: 2)

Ahora bien la rentabilidad promedio sigue ascendiendo manteniendo un comportamiento histórico positivo, tal cual como se muestra en el siguiente grafico:

Gráfico 1. Rentabilidad promedio de la acción



Fuente: Datos tomados de Resultados Anuales ISA 2005

Estos resultados consolidan una vez más la acción de ISA como la más líquida y con el mayor índice de bursatilidad del mercado con 5 años ocupando los primeros puestos en el ranking del índice de bursatilidad del mercado consolidado.

Cuadro 1: Histórico de Bursatilidad de ISA

HISTORICO DE BURSATILIDAD ISA	
AÑO	PUESTO
2005	5
2004	1
2003	1
2002	2
2001	11

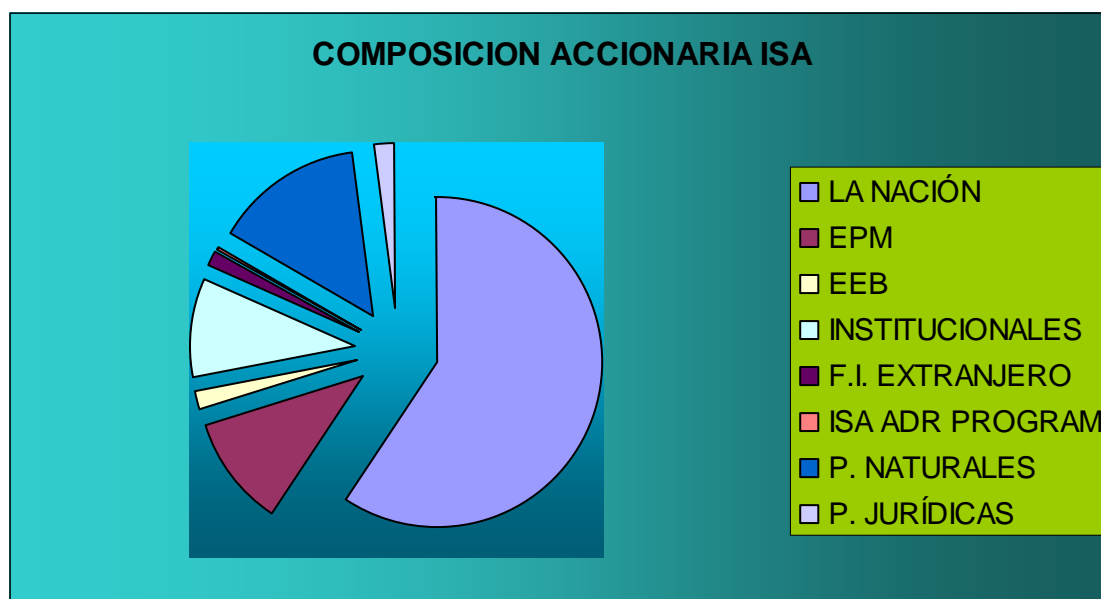
Fuente: Boletín Informativo ISA 2005

Es así como ISA una empresa colombiana en principio de propiedad estatal hoy día cuenta con más de 68.484 nuevos propietarios y con 960.341.683 acciones en circulación al 31 de diciembre del 2005, y su composición accionaria queda representada de la siguiente manera:

Cuadro 2: Composición Accionaria ISA

ACCIONISTAS	NUMERO DE ACCIONES A DIC 31 DE 2005	PORCENTAJE
LA NACIÓN	569.472.561	59,30
EPM	102.582.317	10,68
EEB	17.535.441	1,83
INSTITUCIONALES	95.161.732	9,91
F.I. EXTRANJERO	12.035.460	1,25
ISA ADR PROGRAM	4.560.600	0,47
P. NATURALES	139.302.630	14,51
P. JURÍDICAS	19.690.942	2,05
TOTAL	960.341.683	

Fuente: Elaboración de los autores con base en datos de Boletín informativo accionistas ISA 2005

Gráfico 2: Composición Accionaria ISA

Fuente: Elaboración de los autores con base en datos de Boletín informativo accionistas ISA 2005

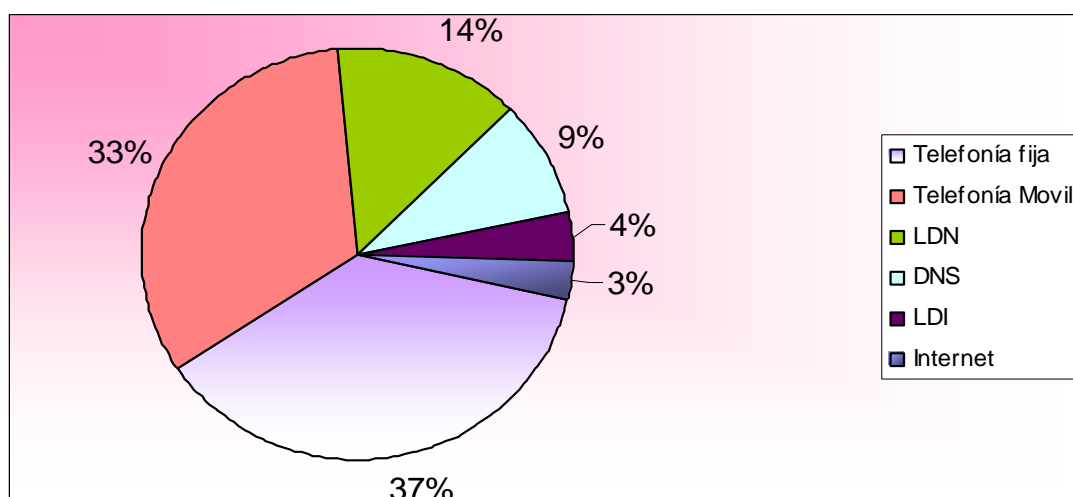
2.4.4 Sector de las telecomunicaciones

El sector de las telecomunicaciones durante el año 2000 se encontraba en un periodo de incertidumbre a consecuencia de la recesión económica global, la crisis del 3G en Europa, el exceso de capacidad en las redes de transporte y por consiguiente la guerra de tarifas, también se presentó una competencia dura entre los operadores móviles y de estos con la telefonía fija, como también altos niveles de endeudamiento, escándalos bursátiles y pobres resultados de las operaciones del 3G en Asia. Sin embargo hacia el año 2003 hubo un cambio positivo en el sector como la recuperación de importantes empresas ejemplo de ello se encuentran: France Telecom, con un crecimiento de 40.3%, British Telecom, con un crecimiento en Utilidades antes de Tx de 26%, Deutsch Telekom, con un crecimiento en Utilidades Netas de 1.1 billones de Euros un crecimiento con respecto al año anterior de 5 billones de Euros y todas con reducciones importantes con respecto al nivel de endeudamiento. Cabe resaltar que el crecimiento de usuarios en el sector de telecomunicaciones es significativo y aumenta progresivamente haciendo que los ingresos crezcan rápidamente, sin embargo este incremento se nota un poco más en los servicios de operadores móviles que en los servicios locales.³³

³³ Bolsa de Valores de Colombia, Informe de de gestión y financiamiento, 2003

Otros actores que intervienen en el sector de las telecomunicaciones son los representados por fabricantes de infraestructuras y equipos y proveedores de microelectrónica quienes enseñan reportes que demuestran el aumento en ventas y producción. Los mercados más representativos en esta especialidad se encuentran en China, India, Brasil y Rusia y proyectan ventas de más de 560 millones en unidades para comercio. El mercado del Internet no se puede dejar atrás puesto que los negocios relacionados con el producen altas ventas y el valor de las acciones es muy positivo dentro del mercado bursátil, prueba de ello esta: Yahoo, eBay y Amazon. La siguiente grafica muestra la distribución del mercado de las telecomunicaciones a nivel Latinoamérica, demostrando la consolidación en el mercado de la telefonía fija con un 37% y el despegue del Internet con un 3%.³⁴

Gráfica 3. Distribución del mercado latinoamericano de telecomunicaciones



Fuente: Datos tomados de Informe de Gestión y Financiamiento. 2003. ETB.

En América Latina la situación no podía alejarse tanto al del mundo y se refleja en el mejoramiento y estabilización del sector desde el 2000, tanto que inversionistas internacionales quisieron hacerse partícipes en la región. Se presentaron hechos tan relevantes como la consolidación de TELMEX y su filial América Móvil y como consecuencia nuevas adquisiciones entre ellas la compra de AT&T Latinoamérica, la compra de posiciones en los operadores CTI en Argentina, BCP en Brasil, CTE en Salvador y ENITEL en Nicaragua, lo que significa que América Móvil reunió un total

³⁴ Bolsa de Valores de Colombia, Informe de de gestión y financiamiento, 2003

de 42.9 millones de usuarios para diciembre del 2003. Otro hecho significativo fue el otorgamiento de licencias PCS y fue entrada en operaciones como Colombia Móvil con marca OLA y TELECSA en Ecuador.³⁵

2.4.5 Historia de la ETB

La empresa de telecomunicaciones de Bogotá ETB, se constituyó en 1884 como la primera empresa privada la cual prestó el servicio telefónico en la ciudad; en ese entonces se llamó compañía colombiana de teléfonos, que era dirigida por el cubano José Raimundo Martínez experto en telecomunicaciones y quién contribuyó con su inicial desarrollo³⁶.

La primera red telefónica que se instaló tenía falencias en cuanto a la red energética pues no era constante y no permitía su funcionamiento; sin embargo ante sus limitaciones aumentó la demanda del servicio pero su oferta no satisfacía dicha demanda³⁷.

Durante los siguientes años la demanda siguió creciendo, se ampliaron las redes, se trabajaba manualmente mediante operarios, aumentó su capacidad lo cual llevó a que el municipio asumiera el servicio de telecomunicaciones como público y en 1940 se constituyó como tal la empresa de teléfonos de Bogotá mediante el acuerdo 79.

A partir de esta fecha el servicio telefónico se automatizó y con ello comenzaron los avances tecnológicos y con el transcurso del tiempo fueron abasteciendo la demanda tecnológica de los clientes, como la telefonía local, larga distancia, Internet, banda ancha y tecnología informática³⁸.

La ETB ha desarrollado una metodología de riesgos la cual está siendo utilizada en la evaluación de los factores de riesgo en los procesos de la compañía y en el entorno del negocio, donde se ha hecho especial énfasis en el Plan Estratégico corporativo 2005-2008. Dicha evaluación, aplicada inicialmente a tres de los trece programas estratégicos y con el objetivo a extenderla a los demás, permite obtener un mapa general donde se describe el impacto de cada uno de los factores de riesgo a los que está expuesta la

³⁵ Bolsa de Valores de Colombia, Informe de de gestión y financiamiento, 2003

³⁶ Prospecto de Colocación de Acciones Privilegiadas ETB, 2002.

³⁷ Ibid

³⁸ Ibid

ETB. De esta manera, pretende a través de los líderes de cada programa del Plan Estratégico hacia una administración de riesgos por medio de planes de acción orientados al fortalecimiento de controles existentes y a la implantación de nuevos controles que permitan en el tiempo alcanzar un modelo de autocontrol en toda la organización y por ende un ambiente de control mucho más confiable.

Actualmente la empresa se consolidó en cuanto a calidad bajo la norma ISO 9001, primer lugar dentro de las empresas más rentables, deuda corporativa bajo calificación AAA de la sociedad calificadora de riesgos DUFF AND PHELPS.

La empresa de telecomunicaciones de Bogotá SA ESP, tiene como objeto principal “la prestación y organización de servicios y actividades de telecomunicaciones tales como telefonía básica local y de larga distancia, servicios móviles, portadores, tele servicios, telemáticos, de valor agregado, servicios satelitales y de televisión en sus diferentes modalidades, servicios de Internet y cualquier otro servicio de telecomunicaciones, dentro del territorio nacional y en el exterior”.³⁹ A partir del 6 de diciembre de 1997 cambió la naturaleza jurídica de la ETB pasando de Empresa de Servicios Públicos Domiciliarios a sociedad mercantil por acciones,⁴⁰ convirtiéndola en una sociedad por acciones (S.A.) y en una empresa de servicios públicos (ESP). A partir de marzo de 2000 el distrito capital invirtió en la ETB, con un paquete de acciones, convirtiéndola en una empresa mixta de servicios públicos. La ETB maneja 5 clases de acciones como son: acciones estatales ordinarias, acciones estatales con dividendo preferencial y sin derecho a voto, acciones privadas ordinarias, acciones privadas con dividendo preferencial y sin derecho a voto, acciones privilegiadas, siendo estas las utilizadas durante el proceso de democratización. (ETB: Prospecto de colocación 2001: pag 45)

La Empresa de Teléfonos de Bogotá logró poner en marcha grandes y nuevos negocios como: a partir de enero del 2003 en asocio con Las Empresas Públicas de Medellín (EPM), obtuvo por parte del Ministerio de comunicaciones la licencia para operar los servicios de Comunicación Personal (PCS), lo cual le permitió ingresar al mercado de los móviles que hasta el momento este mercado era rezagado y solo operaban las multinacionales extranjeras. Esta sociedad se llamó Colombia Móvil y lo adoptó como

³⁹ Cita textual del Prospecto de Colocación de la ETB, 2001.

⁴⁰ Acuerdo No. 21 del 6 de diciembre de 1997 por parte del Concejo de Bogotá.

OLA la marca comercial. Otro de los nuevos negocios fue el asocio con Publicar S.A⁴¹, Contact Center Americas, para desarrollar mucho más el negocio de call center. Dentro de los logros a resaltar alcanzados por estos negocios se encuentran, la gran generación de empleo en el país, ya que se lograron más de 15 mil puestos de trabajo directos e indirectos, lo cual refleja que el crecimiento no es solo para la empresa si no también contribuye para el desarrollo económico del país. (ETB: Prospecto de colocación 2001: pag 45)

2.4.6 Democratización de la ETB

Durante el año 2001 la ETB tenía como objetivo hacerse participe en varios proyectos como: la subasta de la licencia de comunicaciones móviles inalámbricas (PCS), telefonía pública, banda ancha, expansión de la red básica; sin embargo, tales proyectos debían ser avalados por el consejo distrital con un cupo de endeudamiento por US\$500 millones, el cual tras casi cuatro años de realizar las pertinentes gestiones fue negado, por tal razón se creo la necesidad de buscar otras opciones para financiar sus proyectos y nació la posibilidad de incrementar el capital de la ETB por medio de la Democratización de acciones dirigido a inversionistas nacionales. El 19 de Diciembre de 2002, la junta directiva de la ETB aprobó seguir adelante con el proceso de Democratización dentro del programa existente “Acciones ETB Colombia”. (ETB, 2001)

El objeto principal de la primera emisión de la ETB, fue poner en disposición de los inversionistas nacionales las Acciones Privilegiadas ETB, nominativas y libremente negociables, éstas son privilegiadas por cierto tiempo, al cabo del cual se convierten en acciones ordinarias; gozan de privilegios definidos por el emisor como: dividendo privilegiado, distribución preferencial de las utilidades generadas por la compañía, distribución preferencial al momento de la liquidación de la compañía y otros privilegios económicos. Las acciones se colocaron por medio de entidades colocadoras y su emisión fue desmaterializada, su administración y custodiada se llevo a cabo por el Deposito Central de Valores de Colombia DECEVAL S.A.⁴² Los inversionistas

⁴¹ Empresa dedicada a ofrecer servicios de comunicación para las empresas nacionales e internacionales.

⁴² DECEVAL S.A. Depósito Centralizado de Valores de Colombia S.A. Sociedad Administradora del Depósito Centralizado de Valores en Colombia, realiza la "desmaterialización" del título valor, pasando de ser un título físico a administrarse a través de un sistema computarizado de alta seguridad. Su objetivo: eliminar el riesgo, agilizar las

celebraron un contrato de mandato con una entidad autorizada para participar como depositante directo en DECEVAL. (ETB: Prospecto de colocación 2002: Pág. 10)

El programa de emisión se llevó a cabo por medio de cuatro etapas⁴³:

1. Etapa preventiva, en la cual se orienta e informa a los potenciales compradores antes de iniciar la oferta de acciones.
2. Etapa venta, en esta se promociona, coloca y agiliza la venta de acciones por parte de las entidades colocadoras a los potenciales compradores. Dentro de estas se realiza la recepción y la refrendación de las aceptaciones de compra.
3. Etapa de adjudicación, en donde la BVC centraliza la información de las aceptaciones de oferta presentadas por los inversionistas y refrendadas durante la oferta.
4. Etapa postventa, se realiza un seguimiento por medio de la Fiduciaria, la cual cumple con el proceso de administración y gestión de la cartera e informa al accionista.

La ETB realizó una distribución de (554.000.000) millones de acciones entre los siguientes destinatarios: Accionistas Actuales, público en general y entidades Institucionales. La colocación de las acciones se realizó mediante oferta pública, mediante comunicación por los diarios de la ciudad capital (Tiempo y República); la distribución de las acciones se presentó de la siguiente manera: 530.000.000 millones de acciones colocados entre los destinatarios mencionados anteriormente y los 24.000.000 millones de acciones restantes para ser destinadas a un “Contrato de Liquidez Acciones ETB Colombia” establecido por la ETB y manejado por un comisionista de bolsa. (ETB, 2002)

La ETB tiene a más del 10.8% de la compañía en manos de los accionistas minoritarios como lo muestra el cuadro a continuación:

transacciones en el mercado secundario, gestionar ante los emisores el cobro de los rendimientos de capital e intereses y abonar oportunamente a sus depositantes tales derechos. Se rige por la ley 27 de 1990, el decreto reglamentario 437 de 1992, la resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores.

⁴³ ETB: Prospecto de colocación 2002

Cuadro 3. Composición accionaria

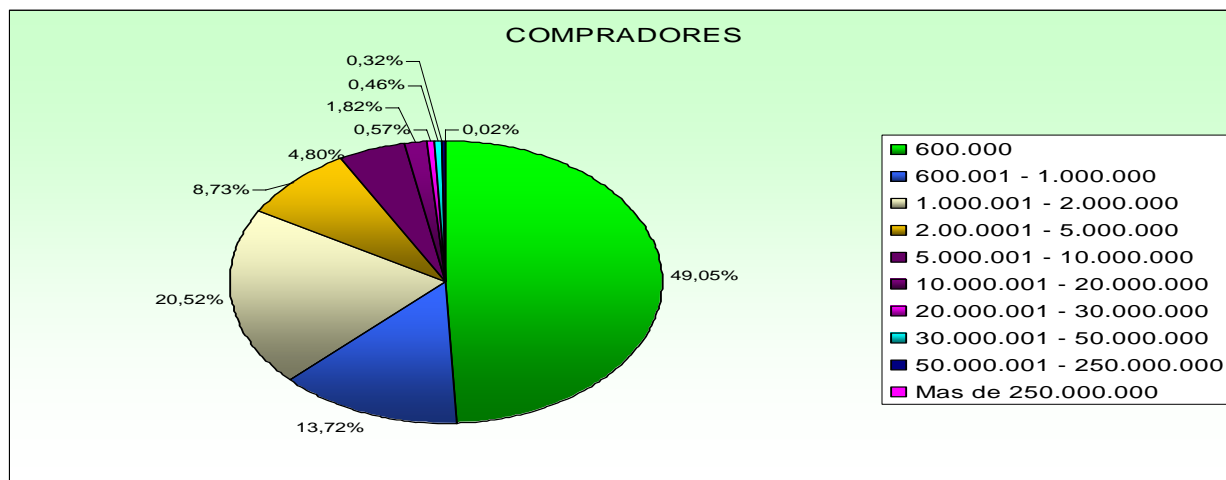
ACCIONISTAS	ACCIONES	% SOBRE TOTAL
Distrito Capital	3.074.421.943	87.35%
Universidad Distrital	62.743.304	1.78%
Otros Accionistas Ordinarios	5.492	0.00%
Accionistas Preferenciales Sin Derecho a Voto	2.105.425	0.06%
Acciones Privilegiadas	356.523.523	10.13%
Contrato de Liquidez	24.000.000	0.68%
Total Privilegiadas	380.523.523	10.81%
Total Acciones	3.519.799.687	100%

Fuente: Boletín para accionistas. 2002. ETB

Por otra parte las 554.000.000 millones de acciones tenían un valor nominal de \$0.542005419929027 centavos cada una, y equivalían al 15% del nuevo capital autorizado de la compañía. El valor base de suscripción por acción era de \$700 pesos, fijado por la junta directiva de la compañía, pero ésta daba un incentivo financiero a los destinatarios de la oferta: el 10% menos para los actuales accionistas y público en general con un valor de \$630 pesos por acción y un 5% menos para los destinatarios institucionales con un valor de \$665 pesos por acción. En total el monto mínimo a pagar por acciones para los actuales accionistas y público en general era de \$600.000 mil pesos con un monto mínimo de 953 acciones y para los destinatarios institucionales era de \$250.000.000 millones de pesos y en acciones 375.940. (ETB, 2002)

Cuadro 4. Compradores

RANGO	No. DE COMPRADORES
600.000	29.785
600.001 - 1.000.000	8.333
1.000.001 – 2.000.000	12.462
2.00.0001 – 5.000.000	5.299
5.000.001 - 10.000.000	2.912
10.000.001 - 20.000.000	1.104
20.000.001 - 30.000.000	346
30.000.001 - 50.000.000	278
50.000.001 – 250.000.000	192
Mas de 250.000.000	14



Fuente: Informe de Gestión y Financiero. 2003. ETB

La forma de pago de las acciones se realizó de contado y por cuotas, de contado se pagaba el 15% al momento de la entrega de aceptación de la oferta, el saldo restante se cancelaba a los 30 días siguientes mediante depósito realizado en la entidad colocadora receptora de la aceptación. Cuando el pago se realizaba por cuotas se aplicaron ciertas condiciones, una de ellas era dar un pago inicial del 15% del monto de la inversión al momento de entrega de la aceptación de ofertas, el saldo restante sería cancelado a la entidad colocadora en 12 cuotas mensuales iguales, pagaderas mes vencido, con una tasa de interés de 0.00% efectivo anual. El cuadro a continuación refleja los porcentajes en la forma de pago de los inversionistas. (ETB, 2002)

Cuadro 5. Forma de pago

	No. DE FORMULARIOS	
A PLAZO	40.201	-
	63.69%	
CONTADO	22.914	-
	36.31%	

Fuente: Informe de Gestión y Financiero. 2003. ETB

Las acciones suscritas en la primera emisión tuvieron derecho a un dividendo privilegiado por acción de \$52.50 pesos y a tener un mercado secundario por medio de la BVC siendo negociadas por sus tenedores legítimos. (ETB, 2002)

Durante este proceso de democratización la Empresa de Teléfonos de Bogotá asumió la responsabilidad de velar por el cumplimiento de las normas y reglas contenidas en el prospecto de colocación por parte de los inversionistas aceptantes de la oferta. La Superintendencia de Valores en su Resolución 0275 del 23 de mayo de 2001 especifica los requisitos que deben tener las personas jurídicas públicas y privadas que quieren ser destinatarios de la inversión de recursos de los fondos de pensiones; estos requisitos hacen relación con las prácticas de gobierno, su conducta y su información, con el fin, que el mercado público de valores sea más transparente, seguro y confiable. (ETB, 2002)

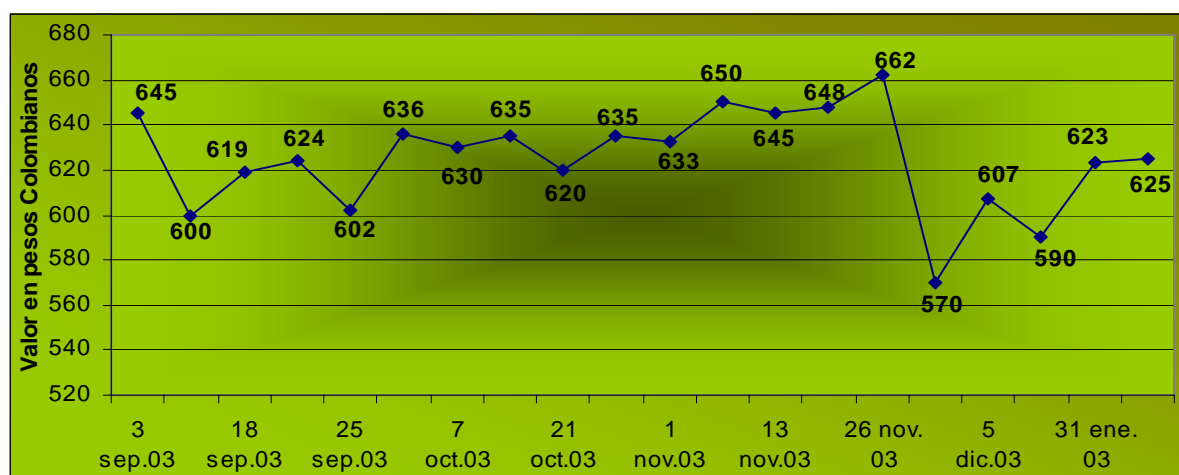
La Junta Directiva de la Empresa de Teléfonos de Bogotá aprobó dar cumplimiento con la resolución de la Superintendencia de Valores y hacer las reformas necesarias para la adopción del **CODIGO DE BUEN GOBIERNO**.⁴⁴ Este enumera los mecanismos que aseguran el respeto de los derechos de los inversionistas en valores, la correcta administración de la sociedad y el conocimiento de la labor de los administradores. Algunos de estos mecanismos son: la evaluación y control de los administradores y principales ejecutivos; mantener un manejo adecuado de la divulgación de los principales conflictos que puedan surgir entre los accionistas y los directivos de la compañía; la identificación de los riesgos del emisor; la objetiva y transparente elección del revisor fiscal con su respectivo suplente; la contratación de firmas por parte de los inversionistas para auditarlos; los accionistas minoritarios que representen el 10% de las acciones suscritas pueden convocar a la asamblea general de accionistas si así lo solicitan. La Empresa de Teléfonos de Bogotá requiere de estas herramientas para mantener un estricto orden, control interno y transparencia en su proceso de crecimiento empresarial y mejoramiento en la adecuada administración de sus asuntos y el respeto por los accionistas. (ETB, 2002)

Para el año 2003, se realizaron grandes transformaciones y cambios, permitiéndole marcar grandes diferencias en el mercado. Entre las cuales se encuentra el desarrollo de alianzas para conseguir nuevos negocios, nuevas tecnologías, ampliación de sus redes en el país, la unificación y el fortalecimiento de la marca y del proceso de democratización de la propiedad accionaria. Se lograron diversos resultados en cuanto a las acciones durante el año tales como: con la emisión se fortaleció el patrimonio de

⁴⁴ Esta de acuerdo a la resolución 0275 de 2001, de los estatutos sociales de la ETB.

ETB que alcanza la suma de 1,9 billones de pesos, debido al aumento del capital suscrito y pagado en 213 millones de pesos y a la prima en colocación de acciones pagada que alcanzó la suma de 205 mil millones de pesos (incluidos los dividendos pagados en acciones), quedando pendiente de recibir 41 mil millones de pesos por acciones vendidas a plazos. La Asamblea General de Accionistas aprobó en agosto la constitución de la reserva para la readquisición de acciones por un valor de 100 mil millones de pesos. Específicamente desde el 3 septiembre de 2003, que fue la primera operación, la acción privilegiada tuvo un buen índice en la bolsa de valores. La primera cotización de la acción en la bolsa fue de \$645 y el 26 de noviembre de 2003 su cotización alcanzó el nivel más alto \$662 y al 31 de enero del 2004 se ubicó en \$625, tal como lo muestra la siguiente grafica.⁴⁵

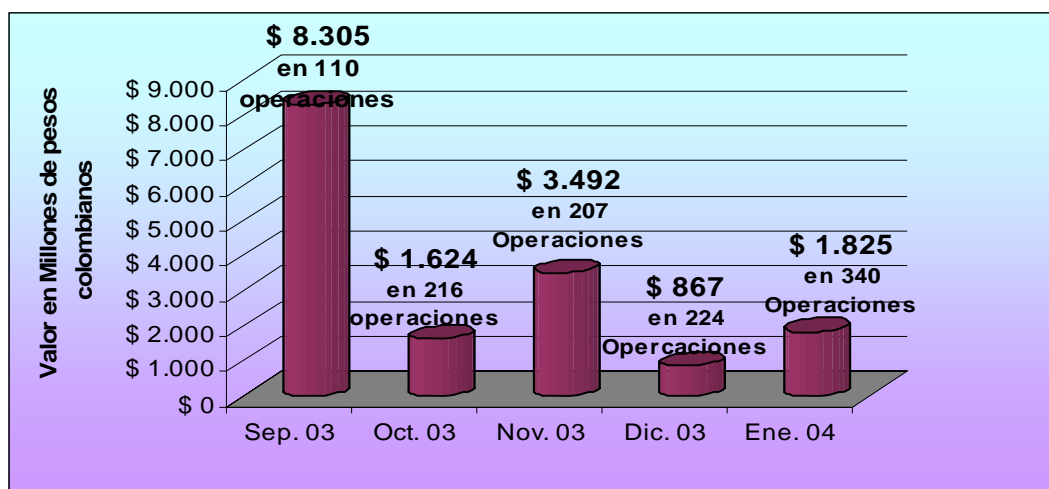
Grafico 4: Variación en la cotización de las acciones en la Bolsa



Fuente: Informe de Gestión y Financiero. 2003. ETB

El 12 de diciembre de 2003 se efectuó el primer pago de dividendos privilegiados a más de 61.000 inversionistas. En el momento en que la acción entró a cotizar en la bolsa de valores se han transado más de 16.000 millones de pesos, tan solo en de septiembre de 2003 que se efectuaron 110 operaciones se transó \$8.305 millones de pesos en la bolsa; lo cual confirma la facilidad que tiene para negociarse la acción. La grafica a continuación muestra la situación.

⁴⁵ Bolsa de Valores de Colombia, Informe de de gestión y financiamiento, 2003

Grafico 5: Volúmenes Transados y Números de Operaciones

Fuente: Informe de Gestión y financiamiento ETB 2003.

En el 2003, la acción privilegiada alcanzó la categoría de bursatilidad⁴⁶ y en diciembre del 2003 por su alta negociación fue escogida para hacer parte del grupo con el que se determinan las variaciones en el Índice de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC)⁴⁷

Cuadro 6. Variaciones del índice de bursatilidad

MES	INDICE DE BURSATILIDAD ACCIONARIA(IBA)	BURSATILIDAD
Agosto	0.54	Mínimo
Septiembre	6.29	Media
Octubre	6.93	Media
Noviembre	8.32	Alta
Diciembre	8.12	Alta
Enero /04	8.25	Alta

Fuente: Acciones ETB Colombia 2003

ETB suscribió con Su valor S.A. comisionista de la Bolsa, un contrato de liquidez para que los inversionistas puedan comprar y vender fácilmente sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia.

Para el 2005 y el 2006 el dividendo privilegiado es equivalente a 52,50 pesos por acción, cuyo valor se actualiza con base al índice de precios al consumidor IPC. Las

⁴⁶ La bursatilidad es calculada por la Superintendencia de valores y está determinada por la cantidad de acciones transadas, el número de operaciones en Bolsa, el valor total de las negociaciones, entre otros.

⁴⁷ El IGBC, sirve para que los inversionistas establezcan el movimiento general en el mercado bursátil.

acciones fueron adquiridas por más de 61 mil personas y más del 11% del capital accionario de la compañía quedó en manos de estudiantes, amas de casa, pensionados, menores de edad, fondos de pensiones entre otros.⁴⁸

El Balance general a 31 de diciembre de 2003, la ETB alcanzó un nivel de activos por más de 4 billones de pesos, lo que representa un crecimiento del 7,16% en relación con el 2002. Los ingresos de la ETB, ascendieron en 1 billón 390 mil 117 millones de pesos, que es un 8.5% por encima de lo obtenido en el 2002. El nivel de endeudamiento pasó del 56% en diciembre del 2002 al 52% para diciembre del 2003. Para el año 2004 la ETB realizó diversas operaciones entre ellas, 200 mil millones de pesos para un total de 425 mil millones de pesos en crédito a socios, canceló de crédito sindicado por valor de 120mil millones de pesos, único endeudamiento en moneda extranjera que actualmente tiene la empresa con el Standard Bank London por 42.4 millones de dólares, se cancelaron. La ETB, realizó gestiones en los grupos de trabajo sobre el Tratado de Libre Comercio, el ALCA y las negociaciones globales en la Organización Mundial del Comercio tomando liderazgo sobre el proyecto de ley de telecomunicaciones y todo lo que tenía que ver con el régimen tarifario. La Empresa de Teléfonos de Bogotá demostró con la venta de sus acciones y con la incorporación de más de 60.000 mil accionistas, que la democratización es un mecanismo que genera pertenencia y respaldo a las empresas. Demuestra también que los colombianos están dispuestos a invertir puesto que existen los recursos necesarios para su desarrollo y con ello a asumir riesgos siempre y cuando les sea asegurada su calidad de accionistas minoritarios mediante la adopción del Código de Buen Gobierno. Adicionalmente las empresas tienen todos los recursos para dinamizarse y proyectarse económicamente en cualquier mercado y por último, estos procesos permiten que las personas tomen parte de la empresa no solo como usuarios sino también como inversionistas de la misma.⁴⁹

⁴⁸ Bolsa de Valores de Colombia, Informe de de gestión y financiamiento, 2005

⁴⁹ Ibid

3. RESULTADOS, ANÁLISIS Y DISCUSIÓN

Con base en la doctrina neoinstitucionalista que intenta comparar unas instituciones con otras, se demostró en la monografía esta situación con los casos puntuales de ISA Y ETB, dando a conocer como las fortalezas de ésta doctrina influyen directamente en un proceso de democratización, lo cual permite un mejor funcionamiento de la institución y por lo tanto genera una mejor dinámica en la economía.

La democratización tiene en cuenta los intereses de un conglomerado siguiendo de esta manera la corriente neoinstitucionalista, ya que el objetivo principal es generar valor agregado a cada uno de los agentes involucrados desde el emisor de acciones hasta el público inversionista.

El éxito de un proceso de estas características se basa en la confianza del inversionista, el cual es garantizado en buena parte por la implantación de los códigos de buen gobierno dentro de éstas empresas, como lo expresa Williamson en lo que él denomina “contrato de gobierno”.

Según lo planteado anteriormente en la democratización accionaria de ISA y ETB, se realizó un ejercicio práctico de la valoración para un portafolio constituido con acciones para cada una de las dos empresas. En primera instancia se hace un análisis de la acción con su respectivo VAR.

El análisis de administración de portafolio para la emisión de acciones de ISA y ETB se trabaja en periodos simultáneos de tiempo, a partir de las emisiones efectuadas en septiembre de 2003, debido a que ETB durante esa fecha inicia su cotización con valores superiores a \$1.00 peso en el mercado bursátil; el periodo final para el análisis de la serie de causación diaria es el 30 de diciembre de 2004 con un total de 328 registros, de los cuales se obtiene la siguiente información (ver anexo 1):

- En el caso de ISA, el comportamiento de la serie muestra una estacionalidad en los dos primeros trimestres de 2003 y desde ese momento inicia un crecimiento que va hasta los \$1.412 pesos en promedio, teniendo como punto máximo los \$1.887 pesos para el 20 de febrero 2004, a partir del 7 de mayo de 2004 se presencia una caída que alcanza los \$1.378 pesos y que continua hasta el 31 de agosto de 2004 con un comportamiento estacional, terminando el 11 de noviembre de 2004 en un crecimiento máximo de \$2.107 pesos y cerrando con \$2.079 pesos.

- En el caso de ETB, el comportamiento de la serie es estacional, con un promedio de \$613 pesos, durante el primer trimestre de 2003, a partir del 24 de marzo de 2003 inicia su mayor crecimiento alcanzando como registro máximo los \$874 pesos; durante este periodo comienza un descenso alrededor de la media y finaliza el 2004 con un valor de \$553 pesos. (ver anexo 2)

De acuerdo a lo anterior se determinó que las series no son normales para lo cual se aplicó el logaritmo natural en cada uno de los dos casos tanto ISA como ETB con el fin de suavizar o normalizar cada una de las series. Con base en un análisis de datos estadísticos se pudo determinar que el indicador Jarque-Bera es mayor que la prueba Chi inversa teniendo en cuenta que el nivel de confianza es del 99%, y adicionalmente se contó con un nivel óptimo de kurtosis, concluyendo así que las series son normales, por lo tanto se observó que la rentabilidad de la inversión es mucho más fuerte en ISA así como su rentabilidad en patrimonio. (ver anexo 3)

La capacidad de generar flujo de caja en su flujo operacional es superior en ISA, así como su margen bruto y neto, de acuerdo al valor en libros tenemos una Q_{Tobin} ⁵⁰ directamente proporcional al dividendo por acción, con relación a la composición del portafolio, los valores unitarios y cantidades de cada acción en la fecha final del periodo analizado, tienen un peso ponderado de 89.46% para ISA y de 10.54% para ETB; el margen de volatilidad para ISA es de 0.094 y para ETB es de 0.016; el valor diario máximo de riesgo que puede tener el valor individual en la acción de ISA es de \$1.494.650 pesos, teniendo en cuenta que tiene mayor volatilidad ETB y su valor diario es mucho menor llegando a \$31.663 pesos. (Ver anexo 3).

Según el análisis de los indicadores estadísticos, se pudo observar que para el VAR del portafolio, se tiene una correlación adecuada – es decir, cumple con uno de los diez supuestos de los mínimos cuadrados ordinarios para obtener un buen modelo de regresión - para cada una de las acciones y un nivel mínimo de varianza y Covarianza. Los Betas⁵¹ siendo las variables, IGBC y el volumen transado de acciones, utilizadas para cada caso, los Betas de ISA son de 0.4% y los de ETB es de 0.3% basados en la regresión múltiple de las series analizadas. (ver anexo 1 y 4).

⁵⁰ Relaciona el precio de mercado con el valor patrimonial de una acción.

⁵¹ Indicador de riesgo sistemático o de mercado de la inversión en acciones, permite establecer que tan sensible es la rentabilidad de una acción cuando se presentan movimientos en la rentabilidad del mercado.

En segundo lugar se hace una evaluación del valor económico agregado de las dos empresas tomando como base los Estados Financieros: (ver anexo 5 y 6)

Al establecer el capital invertido para el cálculo del EVA, se tienen dos métodos indexados al costo promedio ponderado de capital; iniciando con el cálculo del NOPAT a una tasa impositiva del 35% y con base en las cifras del estado de resultados a cierre del ejercicio a 31 de diciembre de 2004, se tiene \$270.993.483MM para ETB y para ISA de \$251.292.357MM. El capital invertido corresponde al capital que han aportado los socios a terceros el cual se encuentra representado en los activos que aporta valor a la operación ya que utilizaron dos métodos para establecer el capital invertido.

La validación óptima para las inversiones en capital tiene dos métodos:

- a. El capital de trabajo operacional: activo corriente – obligaciones financieras de corto plazo, porción corriente de obligaciones financieras a largo plazo más el activo fijo y restarle otros pasivos operativos sin costo como es el caso de pensiones de jubilación correspondientes al pasivo no corriente.
- b. Tomar el pasivo financiero tanto de corto como de largo plazo sumado a la cantidad de socios accionistas más el total de patrimonio.

Al realizar la validación, se obtiene el total del capital invertido con las mismas cifras y con los dos métodos anteriores de halló el costo promedio ponderado de capital o WACC, de acuerdo a los rubros se realizó un promedio ponderado para multiplicarlo por el costo de oportunidad con lo cual tomamos el pasivo y el patrimonio con sus respectivos pesos (los puntos básicos de riesgo país pueden influir en esta decisión), obteniendo un costo promedio ponderado de capital del 19.24%. Para ETB y para ISA de 19.76% (ver anexo 7 y 8).

En el resultado del EVA por el primer método, se tiene una inversión de capital que multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad de la inversión y el WACC nos debe dar lo mismo que en el método dos, el cual toma el valor del NOPAT y lo resta por el producto resultante de la inversión de capital y el WACC con el fin de confrontar las cifras que debe ser igual.

Para el caso de ETB el resultado del análisis del EVA es de - \$417.269.920MM y para el caso de ISA es de -\$588.312.323.

Dentro de las soluciones para mejorar el EVA se planteó lo siguiente:

1. Obtener una inversión de capital más adecuado centrándose en un capital de trabajo que permita manejar el pasivo y activo corriente óptimamente para atender las necesidades financieras y de inversión en el corto plazo, es decir mejorar la liquidez de las empresas.
2. Teniendo un costo promedio de capital más bajo, evaluando el comportamiento de capital que dan los accionistas y de deuda que ofrecen los bancos, con el fin de reforzar la operación en los que se ofrece mejores tasas y pesos ponderados para poder incrementar el producto con relación al ROI.
3. Incrementar el nivel en ventas para aumentar la utilidad operacional, y con ayuda de una política de reducción en la tasa impositiva por parte del estado se aumentaría el empleo por la incidencia que tiene en la demanda y por tanto se aumentaría la producción y así se impulsaría un mejor NOPAT.

Después del proceso de democratización accionaria, se observó que los colombianos direccionaron su ahorro hacia el mercado accionario generándoles mayores beneficios y logrando así una mayor difusión y expansión del mercado de capitales a nivel nacional. En cuanto a las empresas implicadas en el proceso: ISA y Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá se presentó un fortalecimiento y consolidación institucional según los datos proporcionados por cada empresa, también se posicionaron ambas empresas en el mercado de capitales del país y por lo tanto se consolidaron sus estructuras de capital a su vez, se logró hacer a muchos colombianos propietarios de ambas organizaciones y se desarrolló un mercado secundario para las acciones corporativas, demostrando así, el objeto de la democratización accionaria.

Es bien sabido que una mayor propensión marginal al ahorro aumenta la inversión ya que se invierten los excedentes de capital y se genera una mayor riqueza, el ciclo además da origen a nuevas empresas a través de la inversión, lo cual termina en una expansión económica con sus efectos consecuentes: aumento del ingreso neto, el producto nacional neto y el PIB, al ascender estos índices colaboran en el crecimiento de la economía y de forma directamente proporcional se reducen otros indicadores macro como lo son la tasa de desempleo y la inflación, de igual manera las consecuencias sociales del incentivo económico por el aumento de la inversión son

positivas, se reduce la inseguridad por la baja en el desempleo, mejora la infraestructura de la nación con construcción de centros educativos, vías de comunicación, servicios públicos, atención a los desamparados et; en conclusión se presenta un panorama económico y social óptimo para todo el país.

CONCLUSIONES

La Democratización Accionaria, a pesar de ser un proceso relativamente nuevo en nuestro país puede llegar a convertirse en una de las opciones de inversión con mayor auge y desarrollo, debido a que se da un mutuo beneficio, por un lado, la posibilidad que tiene toda la población al hacerse partícipe e inversionistas en las empresas que realizan emisión de acciones al público y por el otro las empresas se favorecen con dicho proceso porque se consolidan económicamente, aumentando su liquidez, su capitalización e incentivando inversiones a sectores productivos.

Después de ser analizados los procesos de democratización de acciones en ISA y ETB se evaluó que los beneficios socioeconómicos para el caso puntual de ISA tanto en la primera emisión como en la segunda fueron: en la primera emisión, se destinó un 60% de sus recursos al crecimiento y expansión de la empresa y el 40% restante fue utilizado en la reestructuración de deuda de la misma, se vendieron aproximadamente 15 millones de acciones dando lugar a una sobredemanda del 28% puesto que tuvo una gran aceptación por parte del público en general, abriendo sus puertas a 62.016 nuevos accionistas representados en un 13.62%, quienes aportaron \$101 millones de pesos y en la segunda emisión la destinación de los recursos fue un 100% al mantenimiento de la acción con alta bursatilidad, hubo una sobredemanda del 40%, se constituyeron 33.040 nuevos accionistas equivalente a un 10.1% y sus aportes fueron de \$178 millones de pesos. Para el caso de ETB, destinaron un 30% de sus recursos a la creación del fondo para pasivo pensional y un 5% para contratos de liquidez, se vendieron 380 millones de acciones distribuidas en 60.725 nuevos accionistas con un aporte de \$246 millones de pesos; los resultados expuestos anteriormente ratifican el fortalecimiento de las empresas y confianza del público para invertir.

La democratización Accionaria demostró en el transcurso de la monografía y en los ejercicios financieros que las empresas que incorporan esta opción de inversión tienen la posibilidad de generar una rentabilidad mucho mayor y mantener gran confianza entre los inversionistas, teniendo en cuenta el respaldo de los estados financieros, la consolidación de mecanismos que provean derechos claros y transparentes tanto para los inversionistas como para las directivas y funcionarios de las empresas, de esta manera al ser positivos, sus acciones se transaran mejor en la Bolsa de Valores, y en consecuencia dinamizaran el mercado y activaran la economía.

ANEXO

1

fc_indica	IGBC	ISA	ETB
03/09/2003	2.082,921	931,019	645,000
04/09/2003	2.103,781	931,000	644,000
05/09/2003	2.115,873	936,016	644,000
08/09/2003	2.139,728	935,278	644,000
09/09/2003	2.143,382	928,148	630,000
10/09/2003	2.144,067	940,453	600,000
11/09/2003	2.140,463	931,906	600,000
12/09/2003	2.149,079	939,052	600,000
15/09/2003	2.167,081	944,265	610,000
16/09/2003	2.167,394	942,586	610,000
17/09/2003	2.162,834	942,586	610,000
18/09/2003	2.166,973	930,105	615,000
19/09/2003	2.172,154	920,936	615,000
22/09/2003	2.158,281	923,000	624,333
23/09/2003	2.139,275	915,703	617,000
24/09/2003	2.128,906	910,941	600,000
25/09/2003	2.092,410	900,041	600,000
26/09/2003	2.096,955	900,389	618,445
29/09/2003	2.097,251	900,785	618,445
30/09/2003	2.101,920	920,490	620,000
01/10/2003	2.119,101	923,534	638,411
02/10/2003	2.138,181	927,794	630,000
03/10/2003	2.145,250	939,191	630,000
06/10/2003	2.153,292	940,367	630,000
07/10/2003	2.162,695	949,555	634,956
08/10/2003	2.157,070	955,496	634,956
09/10/2003	2.163,394	943,806	634,461
10/10/2003	2.149,348	945,111	631,743
14/10/2003	2.139,142	945,240	631,743
15/10/2003	2.127,224	945,000	620,000
16/10/2003	2.119,502	948,836	620,000
17/10/2003	2.130,103	964,943	625,000
20/10/2003	2.138,206	965,867	625,000
21/10/2003	2.139,707	987,337	628,711
22/10/2003	2.148,034	993,721	632,855
23/10/2003	2.163,864	965,581	635,000
24/10/2003	2.172,942	969,565	635,000
27/10/2003	2.140,535	988,994	635,000
28/10/2003	2.129,543	981,835	631,000
29/10/2003	2.147,641	980,000	635,000
30/10/2003	2.139,012	987,225	635,144
31/10/2003	2.158,212	996,241	633,000
04/11/2003	2.177,678	1.005,943	633,000
05/11/2003	2.188,074	1.009,373	641,922
06/11/2003	2.199,482	991,504	645,000
07/11/2003	2.199,491	991,781	650,051
10/11/2003	2.194,582	991,147	650,051
11/11/2003	2.191,130	999,170	645,449
12/11/2003	2.190,300	995,000	645,000
13/11/2003	2.199,303	999,557	645,000
14/11/2003	2.206,034	1.000,424	644,860
18/11/2003	2.217,461	1.001,440	644,860
19/11/2003	2.220,758	999,364	648,000
20/11/2003	2.225,085	999,154	645,000
21/11/2003	2.230,709	997,525	647,999
24/11/2003	2.221,536	995,617	659,968
25/11/2003	2.213,793	995,735	662,703
26/11/2003	2.217,035	995,735	660,000
27/11/2003	2.223,046	939,340	660,000
28/11/2003	2.224,591	940,597	660,000
01/12/2003	2.218,550	950,217	613,116
02/12/2003	2.216,599	958,499	613,116
03/12/2003	2.215,739	965,000	613,116
04/12/2003	2.209,021	971,471	613,116
05/12/2003	2.211,627	975,180	600,000
09/12/2003	2.217,142	978,765	600,000
10/12/2003	2.226,007	984,955	600,000
11/12/2003	2.238,458	994,401	600,000
12/12/2003	2.237,869	998,740	600,000
15/12/2003	2.239,582	1.007,304	600,000

Ln (IGBC)	Ln (ISA)	Ln (ETB)
0,00996497	-0,00002083	-0,00155159
0,00573129	0,00537291	0,00000000
0,01121122	-0,00078792	0,00000000
0,00170624	-0,00765348	-0,02197891
0,00031954	0,01317085	-0,04879016
-0,00168233	-0,00913019	0,00000000
0,00401722	0,00763954	0,00000000
0,00834172	0,00553566	0,01652930
0,00014442	-0,00177900	0,00000000
-0,00210613	0,00000000	0,00000000
0,00191186	-0,01333043	0,00816331
0,00238804	-0,00990624	0,00000000
-0,00640723	0,00223826	0,01506202
-0,00884508	-0,00793745	-0,01181527
-0,00485875	-0,00521315	-0,02793937
-0,01729172	-0,01203815	0,00000000
0,00216978	0,00038600	0,03027821
0,00014115	0,00043991	0,00000000
0,00222377	0,02164013	0,00251161
0,00814073	0,00330060	0,02926210
0,00896353	0,00460307	-0,01326176
0,00330063	0,01220841	0,00000000
0,00374174	0,00125144	0,00000000
0,00435730	0,00972357	0,00783632
-0,00260431	0,00623711	0,00000000
0,00292747	-0,01231023	-0,00078039
-0,00651374	0,00138190	-0,00429255
-0,00475973	0,00013609	0,00000000
-0,00558697	-0,00025355	-0,01876373
-0,00363669	0,00405086	0,00000000
0,00498918	0,01683313	0,00803217
0,00379682	0,00095680	0,00000000
0,00070174	0,02198576	0,00592074
0,00388410	0,00644498	0,00656934
0,00734251	-0,02872620	0,00338327
0,00418650	0,00411704	0,00000000
-0,01502621	0,01984106	0,00000000
-0,00514840	-0,00726519	-0,00631914
0,00846263	-0,00187059	0,00631914
-0,00402599	0,00734524	0,00022696
0,00893606	0,00909134	-0,00338154
0,00897907	0,00969139	0,00000000
0,00476253	0,00340361	0,01399586
0,00520017	-0,01786096	0,00478403
0,00000409	0,00027955	0,00780065
-0,00223437	-0,00063992	0,00000000
-0,00157420	0,00806250	-0,00710419
-0,00037887	-0,00418259	-0,00069646
0,00410197	0,00456899	0,00000000
0,00305584	0,00086746	-0,00021643
0,00516651	0,00101515	0,00000000
0,00148573	-0,00207539	0,00485681
0,00194654	-0,00021011	-0,00464038
0,00252436	-0,00163172	0,00463949
-0,00412062	-0,00191440	0,01830161
-0,00349151	0,00011813	0,00413477
0,00146338	0,00000000	-0,00408635
0,00270761	-0,05830316	0,00000000
0,00069475	0,00133711	0,00000000
-0,00271925	0,01017596	-0,07368633
-0,00087979	0,00867793	0,00000000
-0,00038806	0,00675944	0,00000000
-0,00303655	0,00668366	0,00000000
0,00117901	0,00380980	-0,02162385
0,00249054	0,00366973	0,00000000
0,00399042	0,00630442	0,00000000
0,00557784	0,00954470	0,00000000
-0,00026316	0,00435431	0,00000000
0,00076517	0,00853766	0,00000000

16/12/2003	2.245,512	1.000,000	608,147
17/12/2003	2.256,431	1.007,756	608,711
18/12/2003	2.263,280	1.010,000	606,780
19/12/2003	2.283,798	1.002,717	605,000
22/12/2003	2.323,918	1.000,883	610,000
23/12/2003	2.325,324	992,793	618,198
24/12/2003	2.328,694	1.002,496	625,000
26/12/2003	2.331,516	1.000,000	623,000
29/12/2003	2.330,642	1.000,000	623,000
30/12/2003	2.333,703	990,000	623,000
02/01/2004	2.335,982	990,000	623,000
05/01/2004	2.344,144	983,751	623,000
06/01/2004	2.403,314	1.006,936	625,000
07/01/2004	2.455,230	1.025,361	625,000
08/01/2004	2.481,633	1.024,134	625,000
09/01/2004	2.478,985	1.025,290	624,881
13/01/2004	2.453,876	1.029,990	625,000
14/01/2004	2.425,626	1.038,592	625,000
15/01/2004	2.466,108	1.051,786	625,000
16/01/2004	2.482,249	1.097,144	625,000
19/01/2004	2.518,444	1.140,343	622,801
20/01/2004	2.569,626	1.157,282	625,000
21/01/2004	2.593,663	1.166,093	624,875
22/01/2004	2.644,409	1.131,221	624,584
23/01/2004	2.608,748	1.161,893	625,000
26/01/2004	2.616,607	1.210,486	625,000
27/01/2004	2.677,217	1.219,655	625,000
28/01/2004	2.704,635	1.234,080	625,000
29/01/2004	2.752,544	1.203,473	625,000
30/01/2004	2.772,495	1.220,295	625,000
02/02/2004	2.717,942	1.225,844	625,000
03/02/2004	2.757,077	1.227,435	625,000
04/02/2004	2.794,425	1.268,423	625,000
05/02/2004	2.824,201	1.384,217	625,000
06/02/2004	2.867,216	1.490,378	625,000
09/02/2004	2.968,776	1.497,058	625,000
10/02/2004	2.935,555	1.412,012	625,000
11/02/2004	2.933,348	1.467,458	625,166
12/02/2004	2.899,599	1.508,393	625,000
13/02/2004	2.927,983	1.529,997	625,000
16/02/2004	2.962,386	1.589,829	624,000
17/02/2004	3.009,895	1.707,769	625,000
18/02/2004	3.068,346	1.872,216	633,368
19/02/2004	3.113,636	2.081,502	645,000
20/02/2004	3.180,277	1.887,915	650,000
23/02/2004	3.249,457	1.726,029	640,405
24/02/2004	3.105,639	1.674,218	636,287
25/02/2004	3.091,552	1.682,603	630,000
26/02/2004	3.035,812	1.711,318	627,472
27/02/2004	3.089,754	1.602,963	628,500
01/03/2004	3.071,537	1.520,231	630,448
02/03/2004	3.032,430	1.585,198	630,000
03/03/2004	2.953,881	1.679,184	625,000
04/03/2004	2.995,364	1.683,998	625,000
05/03/2004	3.062,729	1.700,512	621,000
08/03/2004	3.060,084	1.720,773	625,000
09/03/2004	3.070,935	1.731,053	625,000
10/03/2004	3.090,055	1.785,287	638,162
11/03/2004	3.104,497	1.788,329	643,035
12/03/2004	3.117,207	1.782,078	655,028
15/03/2004	3.131,468	1.779,278	664,179
16/03/2004	3.129,473	1.802,135	661,447
17/03/2004	3.110,498	1.841,260	660,000
18/03/2004	3.152,909	1.909,275	660,000
19/03/2004	3.169,771	1.948,974	660,000
23/03/2004	3.169,542	1.915,869	660,327
24/03/2004	3.168,471	1.903,020	660,000
25/03/2004	3.164,162	1.932,435	771,454
26/03/2004	3.204,915	1.904,684	809,705
29/03/2004	3.252,211	1.900,722	861,622
30/03/2004	3.279,217	1.894,444	912,656
31/03/2004	3.321,152	1.893,304	912,431
01/04/2004	3.361,049	1.900,636	874,888
02/04/2004	3.393,718	1.951,541	857,830
05/04/2004	3.397,110	1.915,556	831,565
06/04/2004	3.390,119	1.914,835	804,780
07/04/2004	3.443,088	1.897,082	792,774

0,00264432	-0,00727710	0,01348653
0,00485080	0,00772571	0,00092768
0,00303073	0,00222462	-0,00317836
0,00902476	-0,00723671	-0,00293705
0,01741471	-0,00183090	0,00823050
0,00060483	-0,00811606	0,01334972
0,00144821	0,00972654	0,01094298
0,00121110	-0,00249320	-0,00320513
-0,00037493	0,00000000	0,00000000
0,00131251	-0,01005034	0,00000000
0,00097608	0,00000000	0,00000000
0,00348794	-0,00633207	0,00000000
0,02492831	0,02329467	0,00320513
0,02137182	0,01813209	0,00000000
0,01069637	-0,00119687	0,00000000
-0,00106761	0,00112775	-0,00018967
-0,01018039	0,00457362	0,00018967
-0,01157918	0,00831694	0,00000000
0,01655156	0,01262410	0,00000000
0,00652380	0,04222042	0,00000000
0,01447625	0,03861861	-0,00352462
0,02011911	0,01474490	0,00352462
0,00931080	0,00758492	-0,00019932
0,01937644	-0,03036130	-0,00046631
-0,01357719	0,02675291	0,00066563
0,00300803	0,04097179	0,00000000
0,02289938	0,00754575	0,00000000
0,01018915	0,01175806	0,00000000
0,01755861	-0,02511448	0,00000000
0,00722206	0,01388104	0,00000000
-0,01987266	0,00453677	0,00000000
0,01429608	0,00129695	0,00000000
0,01345530	0,03284815	0,00000000
0,01059913	0,08736027	0,00000000
0,01511603	0,07389506	0,00000000
0,03480822	0,00447209	0,00000000
-0,01125321	-0,05848618	0,00000000
-0,00075210	0,03851569	0,00026595
-0,01157198	0,02751371	-0,00026595
0,00974134	0,01422057	0,00000000
0,01168123	0,03836076	-0,00160128
0,01591017	0,07156157	0,00160128
0,01923346	0,09193485	0,01329936
0,01465252	0,10596688	0,01819931
0,02117712	-0,09761647	0,00772205
0,02151961	-0,08964983	-0,01487121
-0,04526841	-0,03047741	-0,00645180
-0,00454626	0,00499581	-0,00992953
-0,01819430	0,01692226	-0,00402067
0,01761254	-0,06541047	0,00163687
-0,00591339	-0,05299155	0,00309504
-0,01281381	0,04184696	-0,00071125
-0,02624438	0,05759914	-0,00796817
0,01394586	0,00286250	0,00000000
0,02224059	0,00975879	-0,00642057
-0,00086398	0,01184438	0,00642057
0,00353971	0,00595622	0,00000000
0,00620681	0,03084931	0,02084083
0,00466282	0,00170238	0,00760709
0,00408570	-0,00350167	0,01847840
0,00456450	-0,00157219	0,01387429
-0,00063728	0,01276442	-0,00412290
-0,00608178	0,02147790	-0,00218952
0,01354268	0,03627315	0,00000000
0,00533383	0,02057992	0,00000000
-0,00007225	-0,01713201	0,00049480
-0,00033796	-0,00672906	-0,00049480
-0,00136089	0,01533875	0,15603747
0,01279732	-0,01446464	0,04839326
0,01464950	-0,00208257	0,06214575
0,00826960	-0,00330837	0,05754286
0,01270704	-0,00060169	-0,00024640
0,01194142	0,00386476	-0,04201708
0,00967295	0,02643088	-0,01968936
0,00099899	-0,01861140	-0,03109702
-0,00206005	-0,00037633	-0,03274044
0,01550372	-0,00931443	-0,01503030

12/04/2004	3.451,733	1.894,026	796,998
13/04/2004	3.433,842	1.825,694	807,933
14/04/2004	3.425,585	1.838,428	806,333
15/04/2004	3.378,773	1.823,690	788,456
16/04/2004	3.378,157	1.804,307	765,899
19/04/2004	3.390,907	1.813,338	762,035
20/04/2004	3.383,226	1.809,784	744,293
21/04/2004	3.333,390	1.820,311	762,216
22/04/2004	3.349,180	1.842,024	766,864
23/04/2004	3.361,341	1.851,778	784,228
26/04/2004	3.402,133	1.877,179	799,909
27/04/2004	3.461,830	1.815,539	792,909
28/04/2004	3.441,301	1.788,799	806,722
29/04/2004	3.396,374	1.720,791	752,086
30/04/2004	3.374,252	1.739,554	751,025
03/05/2004	3.288,851	1.781,640	742,187
04/05/2004	3.324,421	1.719,904	735,697
05/05/2004	3.343,460	1.676,123	741,754
06/05/2004	3.276,945	1.558,768	740,309
07/05/2004	3.201,846	1.570,286	735,000
10/05/2004	3.054,822	1.483,730	720,857
11/05/2004	2.996,923	1.378,911	704,000
12/05/2004	2.897,909	1.497,738	690,568
13/05/2004	2.718,975	1.484,771	672,772
14/05/2004	2.953,888	1.429,298	678,543
17/05/2004	2.912,791	1.500,152	677,750
18/05/2004	2.921,235	1.497,621	679,171
19/05/2004	2.991,859	1.470,556	693,000
20/05/2004	3.004,364	1.449,245	695,745
21/05/2004	2.972,561	1.439,883	697,000
25/05/2004	2.934,679	1.442,364	691,000
26/05/2004	2.908,814	1.443,796	691,000
27/05/2004	2.922,152	1.459,437	684,000
28/05/2004	2.940,079	1.499,106	677,000
31/05/2004	2.966,554	1.567,991	670,000
01/06/2004	3.024,124	1.588,630	676,704
02/06/2004	3.086,045	1.613,400	678,222
03/06/2004	3.115,438	1.644,067	678,222
04/06/2004	3.164,593	1.605,407	678,273
07/06/2004	3.196,780	1.573,290	676,000
08/06/2004	3.132,533	1.570,616	666,770
09/06/2004	3.059,124	1.579,104	653,000
10/06/2004	3.079,709	1.645,899	647,762
11/06/2004	3.070,136	1.648,984	646,000
15/06/2004	3.091,778	1.684,327	641,000
16/06/2004	3.079,868	1.649,160	637,583
17/06/2004	3.054,031	1.625,000	640,000
18/06/2004	3.037,339	1.602,442	640,000
22/06/2004	3.017,516	1.606,372	634,000
23/06/2004	2.982,463	1.609,960	638,287
24/06/2004	3.014,555	1.615,181	646,492
25/06/2004	3.010,532	1.619,012	644,000
28/06/2004	3.012,309	1.602,986	644,000
29/06/2004	3.016,245	1.613,785	638,000
30/06/2004	3.004,451	1.585,700	635,581
01/07/2004	3.010,429	1.557,081	635,581
02/07/2004	2.998,760	1.517,329	630,000
06/07/2004	2.979,848	1.515,903	630,000
07/07/2004	2.973,091	1.571,562	624,000
08/07/2004	2.986,282	1.545,013	619,172
09/07/2004	3.027,577	1.560,000	624,000
12/07/2004	3.004,658	1.566,239	624,000
13/07/2004	3.023,552	1.565,767	622,410
14/07/2004	3.009,691	1.593,160	622,000
15/07/2004	3.033,032	1.561,052	620,000
16/07/2004	3.041,688	1.539,956	620,000
19/07/2004	3.028,786	1.542,854	616,000
21/07/2004	3.023,463	1.533,929	616,000
22/07/2004	3.015,505	1.549,489	616,000
23/07/2004	3.008,084	1.518,246	616,000
26/07/2004	3.002,583	1.515,838	618,000

0,00250768	-0,00161240	0,00531415
-0,00519667	-0,03674452	0,01362581
-0,00240749	0,00695047	-0,00198130
-0,01375963	-0,00804888	-0,02242082
-0,00018233	-0,01068499	-0,02902641
0,00376714	0,00499260	-0,00505696
-0,00226775	-0,00196177	-0,02355766
-0,01483989	0,00579955	0,02379429
0,00472574	0,01185774	0,00608018
0,00362446	0,00528111	0,02239008
0,01206259	0,01362416	0,01979814
0,01739476	-0,03338759	-0,00879011
-0,00594775	-0,01483816	0,01727118
-0,01314121	-0,03876064	-0,07012838
-0,00653472	0,01084500	-0,00141196
-0,02563541	0,02390525	-0,01183782
0,01075726	-0,03526541	-0,00878216
0,00571068	-0,02578543	0,00819885
-0,02009461	-0,07258763	-0,00194942
-0,02318407	0,00736203	-0,00719776
-0,04700619	-0,05669827	-0,01942918
-0,01913523	-0,07326518	-0,02366296
-0,03359665	0,08266181	-0,01926363
-0,06373447	-0,00869528	-0,02610793
0,08286730	-0,03807693	0,00854148
-0,01401054	0,04838269	-0,00116995
0,00289474	-0,00168842	0,00209487
0,02388846	-0,01823729	0,02015680
0,00417096	-0,01459811	0,00395281
-0,01064203	-0,00648093	0,00180260
-0,01282579	0,00172156	-0,00864559
-0,00885264	0,00099231	0,00000000
0,00457489	0,01077511	-0,01018191
0,00611612	0,02681849	-0,01028664
0,00896456	0,04492589	-0,01039356
0,01922045	0,01307716	0,00995607
0,02026887	0,01547124	0,00224067
0,00947942	0,01882928	0,00000000
0,01565470	-0,02379545	0,00007487
0,01011960	-0,02020845	-0,00335625
-0,02030211	-0,00170087	-0,01374726
-0,02371334	0,00538960	-0,02086868
0,00670651	0,04142900	-0,00805353
-0,00311325	0,00187294	-0,00272409
0,00702447	0,02120674	-0,00777005
-0,00385959	-0,02110005	-0,00534485
-0,00842438	-0,01475841	0,00378357
-0,00548055	-0,01397889	0,00000000
-0,00654783	0,00244913	-0,00941922
-0,01168451	0,00223127	0,00673865
0,01070275	0,00323764	0,01277281
-0,00133542	0,00236888	-0,00386169
0,00059009	-0,00994749	0,00000000
0,00130579	0,00671402	-0,00936044
-0,00391782	-0,01755674	-0,00379812
0,00198774	-0,01821246	0,00000000
-0,00388372	-0,02586193	-0,00882034
-0,00632658	-0,00094015	0,00000000
-0,00227014	0,03605861	-0,00956945
0,00442698	-0,01703768	-0,00776752
0,01373349	0,00965379	0,00776752
-0,00759888	0,00399163	0,00000000
0,00626855	-0,00030171	-0,00255167
-0,00459488	0,01734374	-0,00065861
0,00772536	-0,02035965	-0,00322061
0,00284985	-0,01360630	0,00000000
-0,00425075	0,00188063	-0,00647251
-0,00175902	-0,00580165	0,00000000
-0,00263555	0,01009272	0,00000000
-0,00246398	-0,02036978	0,00000000
-0,00183041	-0,00158728	0,00324149

27/07/2004	2.956,122	1.521,166	620,000
28/07/2004	2.923,682	1.515,177	616,000
29/07/2004	2.939,460	1.497,763	615,367
30/07/2004	2.953,487	1.455,597	616,000
02/08/2004	2.926,855	1.473,949	616,000
03/08/2004	2.862,708	1.487,509	610,438
04/08/2004	2.885,150	1.465,000	602,469
05/08/2004	2.876,131	1.474,558	604,992
06/08/2004	2.880,445	1.440,766	601,000
09/08/2004	2.885,328	1.394,780	600,000
10/08/2004	2.855,885	1.422,555	599,637
11/08/2004	2.840,138	1.420,947	600,000
12/08/2004	2.846,337	1.416,010	600,000
13/08/2004	2.825,752	1.371,300	600,000
17/08/2004	2.769,593	1.429,019	600,000
18/08/2004	2.767,620	1.451,899	595,000
19/08/2004	2.816,979	1.491,686	595,000
20/08/2004	2.842,122	1.501,320	598,906
23/08/2004	2.887,115	1.529,842	600,000
24/08/2004	2.938,262	1.508,804	606,762
25/08/2004	2.942,955	1.500,304	618,933
26/08/2004	2.955,073	1.495,713	614,000
27/08/2004	2.974,991	1.498,076	620,685
30/08/2004	2.976,319	1.536,375	626,308
31/08/2004	3.015,027	1.514,047	632,436
01/09/2004	3.138,174	1.545,931	635,952
02/09/2004	3.155,311	1.542,133	625,000
03/09/2004	3.210,213	1.549,466	621,023
06/09/2004	3.268,711	1.594,903	621,508
07/09/2004	3.317,142	1.572,887	623,345
08/09/2004	3.373,635	1.570,392	623,980
09/09/2004	3.296,898	1.599,113	626,000
10/09/2004	3.329,736	1.612,932	632,791
13/09/2004	3.417,599	1.682,674	638,650
14/09/2004	3.516,737	1.639,205	643,032
15/09/2004	3.586,391	1.622,013	641,998
16/09/2004	3.537,794	1.633,607	635,353
17/09/2004	3.533,949	1.655,383	644,410
20/09/2004	3.577,715	1.686,944	645,823
21/09/2004	3.589,401	1.764,538	648,789

-0,01559464	0,00350902	0,00323133
-0,01103449	-0,00394496	-0,00647282
0,00538211	-0,01155951	-0,00102749
0,00476062	-0,02855644	0,00102749
-0,00905804	0,01252861	0,00000000
-0,02216044	0,00915831	-0,00907095
0,00780886	-0,01524796	-0,01314029
-0,00313090	0,00650291	0,00417899
0,00149881	-0,02318358	-0,00661977
0,00169379	-0,03243818	-0,00166528
-0,01025681	0,01971849	-0,00060520
-0,00552914	-0,00113117	0,00060520
0,00218026	-0,00348086	0,00000000
-0,00725838	-0,03208395	0,00000000
-0,02007415	0,04122952	0,00000000
-0,00071263	0,01588408	-0,00836825
0,01767729	0,02703450	0,00000000
0,00888592	0,00643742	0,00654254
0,01570678	0,01881987	0,00182571
0,01756052	-0,01384702	0,01120733
0,00159593	-0,00564969	0,01985942
0,00410918	-0,00306426	-0,00800148
0,00671766	0,00157848	0,01082944
0,00044629	0,02524426	0,00901851
0,01292148	-0,01464001	0,00973599
0,04003232	0,02084016	0,00554388
0,00544596	-0,00245975	-0,01737109
0,01725023	0,00474417	-0,00638384
0,01805843	0,02890229	0,00078168
0,01470785	-0,01390043	0,00295138
0,01688723	-0,00158720	0,00101709
-0,02300877	0,01812368	0,00323241
0,00991100	0,00860467	0,01079046
0,02604524	0,04233069	0,00921550
0,02859531	-0,02617283	0,00683891
0,01961283	-0,01054370	-0,00160986
-0,01364304	0,00712258	-0,01040396
-0,00108743	0,01324198	0,01415391
0,01230839	0,01888607	0,00219091
0,00326101	0,04497028	0,00458129

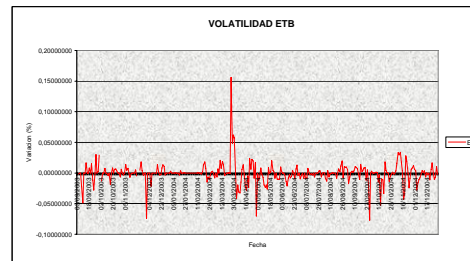
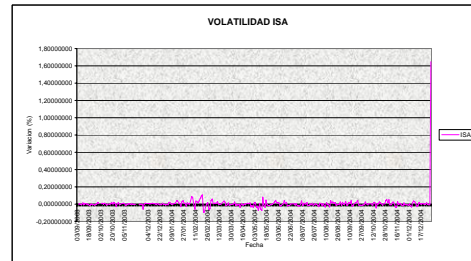
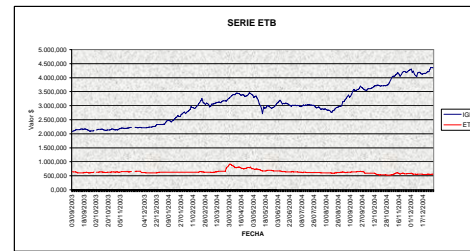
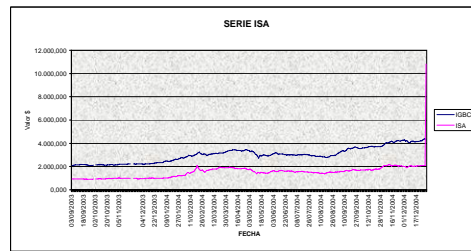
22/09/2004	3.626,570	1.743,642	654,096
23/09/2004	3.695,994	1.716,780	659,684
24/09/2004	3.655,551	1.698,931	652,074
27/09/2004	3.634,373	1.676,371	655,297
28/09/2004	3.580,783	1.665,857	643,846
29/09/2004	3.560,849	1.652,949	596,266
30/09/2004	3.545,577	1.695,705	596,266
01/10/2004	3.561,928	1.706,637	598,000
04/10/2004	3.608,449	1.694,621	598,000
05/10/2004	3.601,784	1.699,453	598,000
06/10/2004	3.606,184	1.704,427	598,272
07/10/2004	3.630,472	1.712,477	599,000
08/10/2004	3.643,758	1.720,273	599,085
11/10/2004	3.670,999	1.700,135	590,156
12/10/2004	3.713,225	1.732,292	588,528
13/10/2004	3.706,595	1.769,745	558,358
14/10/2004	3.731,812	1.692,127	553,090
15/10/2004	3.736,480	1.707,007	546,884
19/10/2004	3.720,084	1.705,744	528,747
20/10/2004	3.697,525	1.749,839	538,523
21/10/2004	3.713,606	1.778,727	540,745
22/10/2004	3.708,894	1.789,134	541,102
25/10/2004	3.711,051	1.769,696	541,102
26/10/2004	3.717,946	1.784,196	533,629
27/10/2004	3.704,544	1.788,714	531,000
28/10/2004	3.728,719	1.863,779	530,137
29/10/2004	3.742,599	1.963,685	530,818
02/11/2004	3.810,978	1.993,264	530,000
03/11/2004	3.878,688	2.095,687	529,333
04/11/2004	3.971,431	2.083,315	531,268
05/11/2004	4.041,518	2.067,350	539,967
08/11/2004	4.050,336	2.101,223	558,306
09/11/2004	4.051,773	2.160,107	575,148
10/11/2004	4.092,574	2.176,842	594,871
11/11/2004	4.135,929	2.107,624	605,289
12/11/2004	4.176,116	2.031,975	607,853
16/11/2004	4.119,504	2.094,913	582,105
17/11/2004	4.050,686	2.098,600	561,855
18/11/2004	4.108,571	2.106,372	577,943
19/11/2004	4.173,491	2.113,145	588,863
22/11/2004	4.215,250	2.089,389	588,337
23/11/2004	4.227,744	2.050,062	574,159
24/11/2004	4.201,026	2.077,798	569,132
25/11/2004	4.194,574	2.061,860	572,699
26/11/2004	4.228,226	2.053,841	577,290
29/11/2004	4.253,226	2.039,052	584,255
30/11/2004	4.276,383	2.005,856	587,804
01/12/2004	4.300,495	2.013,040	590,002
02/12/2004	4.183,963	1.974,422	573,732
03/12/2004	4.229,833	1.909,417	564,847
06/12/2004	4.125,709	1.942,822	558,739
07/12/2004	4.077,517	2.017,859	554,385
09/12/2004	4.046,466	2.074,038	553,598
10/12/2004	4.162,184	2.087,503	555,877
13/12/2004	4.194,691	2.023,668	556,000
14/12/2004	4.190,949	2.002,283	557,874
15/12/2004	4.139,736	2.036,011	554,206
16/12/2004	4.125,714	2.044,788	554,263
17/12/2004	4.145,124	2.047,452	553,000
20/12/2004	4.149,849	2.059,939	553,000
21/12/2004	4.149,433	2.069,227	547,000
22/12/2004	4.172,888	2.070,000	550,129
23/12/2004	4.212,903	2.070,544	559,283
24/12/2004	4.215,160	2.102,463	559,000
27/12/2004	4.292,369	2.093,571	553,000
28/12/2004	4.363,587	2.079,237	549,187
29/12/2004	4.363,540	2.079,237	555,000
30/12/2004	4.345,833	#####	553,696

0,01030196	-0,01191293	0,00814650
0,01896223	-0,01552544	0,00850698
-0,01100270	-0,01045125	-0,01160339
-0,00581023	-0,01336779	0,00493126
-0,01485511	-0,00629138	-0,01763003
-0,00558249	-0,00777893	-0,07677278
-0,00429809	0,02553777	0,00000000
0,00460106	0,00642576	0,00290467
0,01297607	-0,00706540	0,00000000
-0,00184876	0,00284703	0,00000000
0,00122087	0,00292284	0,00045498
0,00671252	0,00471214	0,00121586
0,00365290	0,00454164	0,00014246
0,00744827	-0,01177491	-0,01501684
0,01143694	0,01873743	-0,00276326
-0,00178711	0,02138990	-0,05262395
0,00678024	-0,04484910	-0,00947911
0,00125009	0,00875547	-0,01128361
-0,00439774	-0,00074001	-0,03372784
-0,00608257	0,02552234	0,01832121
0,00433970	0,01637428	0,00411806
-0,00126965	0,00583357	0,00065870
0,00058141	-0,01092374	0,00000000
0,00185624	0,00815985	-0,01390718
-0,00361119	0,00252906	-0,00493823
0,00650457	0,04110935	-0,00162685
0,00371555	0,05221630	0,00128423
0,01810556	0,01495080	-0,00154239
0,01761110	0,05010791	-0,00125944
0,02362953	-0,00592071	0,00364864
0,01749388	-0,00769317	0,01624100
0,00217948	0,01625225	0,03340007
0,00035472	0,02763833	0,02971967
0,01001955	0,00771731	0,03371728
0,01053786	-0,03231412	0,01736165
0,00966966	-0,03655318	0,00422674
-0,01364886	0,03050403	-0,04328145
-0,01684652	0,00175866	-0,03540789
0,01418903	0,00369620	0,02823186
0,01567758	0,00321034	0,01871798
0,00995605	-0,01130566	-0,00089273
0,00295962	-0,01900154	-0,02439399
-0,00633974	0,01343856	-0,00879462
-0,00153700	-0,00770011	0,00624853
0,00799073	-0,00389656	0,00798489
0,00589523	-0,00722668	0,01199309
0,00542981	-0,01641410	0,00605491
0,00562257	0,00357480	0,00373203
-0,02747125	-0,01937013	-0,02796256
0,01090363	-0,03347765	-0,01560801
-0,02492463	0,01734328	-0,01087255
-0,01174966	0,03789540	-0,00782287
-0,00764432	0,02746045	-0,00142082
0,02819603	0,00647157	0,00410891
0,00777974	-0,03105695	0,00022094
-0,00089248	-0,01062380	0,00336482
-0,01229518	0,01670453	-0,00659673
-0,00339292	0,00430138	0,00010281
0,00469361	0,00130233	-0,00228119
0,00113924	0,00607985	0,00000000
-0,00010025	0,00449890	-0,01090920
0,00563666	0,00037352	0,00570482
0,00954360	0,00026292	0,01650246
0,00053559	0,01529798	-0,00050661
0,01815124	-0,00423806	-0,01079147
0,01645563	-0,00687067	-0,00691857
-0,00001077	0,00000000	0,01052868
-0,00406620	1,64837693	-0,00235210

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia 2004

ANEXO 2

Comportamiento de las series según el periodo de tiempo analizado entre 3 de septiembre de 2003 y 30 diciembre de 2004, para el estudio de VAR bajo un portafolio óptimo con acciones de ISA Y ETB vs índice IGBC



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia 2004

INDICADORES ESTADISTICOS

ESTADISTICA	IGBC	ISA	ETB
Media	0,00226291	0,00754416	-0,00046964
Varianza Poblacional	0,00016518	0,00887561	0,00028690
Desviación Poblacional	0,01285215	0,09421044	0,01693813
Sesgo	-0,03302494	16,32239472	1,77204033
Kurtosis	7,16681314	284,53107659	25,69126315
Mediana	0,00249054	0,00223826	0,00000000
Moda	0,00000000	0,00000000	0,00000000
Mínimo	-0,06373447	-0,09761647	-0,07677278
Máximo	0,08286730	1,64837693	0,15603747
Cuenta	325	325	325
Indicador Jarque Bera		1087740,189	7142,605313
Prueba CHI Inversa (N d C 99%)		385,0511923	385,0511923
Conclusión de la Serie		ES NORMAL	ES NORMAL

INDICADORES FINANCIEROS

FINANCIEROS	IGBC	ISA	ETB
Precio Dic/2003	2.333,70300000	990,00000000	623,00000000
Precio Dic/2004	4.345,83300000	10.808,98472851	553,69612021
Valoracion 2004	0,86220483	9,91816639	-0,11124218
Valor Patrimonial Dic/2004		3.210,63000000	8.827,10000000
Dividendo x Accion		324,00000000	300,00000000
BETA		0,67786582	0,62260674
Q-TOBIN		3,36662422	0,06272684
YIELD		0,02997506	0,54181344
RPG		33,36106398	1,84565373
ROI		0,09233631	0,03494715
ROE		0,12413420	0,03418166
UPA		4,95550382	10,07681208
MARGEN BRUTO		0,45767000	0,24120805
MARGEN NETO		0,10535835	0,01890860
MARGEN OPERATIVO		0,12286869	0,03282280

ANEXO

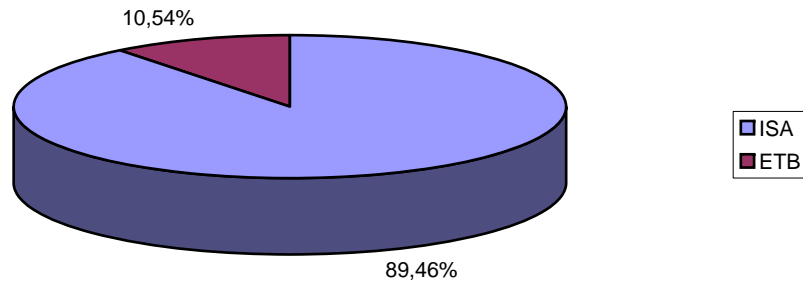
4

Nivel de Confianza	99,00%
Estadístico	-2,33

VaR Individual

Especie	Cant.	Valor Unitario	Valor de Mercado	Wi	Volatilidad	VaR Diario	VaR Semanal	VaR Mensual	VaR Anual
ISA	10.000	10.808,98	108.089.847,29	89,46%	0,094210444	-1.494.650,34	-3.342.139,76	-6.849.348,31	-23.726.838,54
ETB	23.002	553,70	12.736.118,16	10,54%	0,016938132	-31.663,45	-70.801,63	-145.100,16	-502.641,71
TOTAL			120.825.965,44						

Portafolio Inicial



Matriz Correlaciones

	ISA	ETB
ISA	1,00000000	0,01087090
ETB	0,01087090	1,00000000

Matriz Varianza - Covarianza

	ISA	ETB
ISA	0,00887561	0,00001735
ETB	0,00001735	0,00028690

VECTOR Wi	89,46%	10,54%
-----------	--------	--------

ANALISIS FINANCIEROS ISA

BALANCE DIC 2004		
Cuentas por Cobrar	CC	135.705.321,0000
Inventarios	INV	60.969.432,0000
Gastos pagados por Anticipado	GPA	0,0000
Deudores Oficiales	DOFI	170.766.882,0000
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	ACTE	367.441.635,0000
Terrenos	TENOS	1.375.214.006,0000
Maquinaria y Equipo	MYE	2.250.286.515,0000
Depreciación Acumulada	DA	-92.320.164,0000
Total Propiedad Planta y Equipo Neto	TPPEN	3.533.180.357,0000
Inversiones en Otras Compañías	INVOC	552.639.863,0000
Terrenos Improductivos	TIMPRO	0,0000
TOTAL ACTIVO FIJO	AFIJO	4.085.820.220,0000
TOTAL ACTIVO	TOTAL ACTIVO	4.453.261.855,0000
Obligaciones Financiera Corto Plazo	OFCP	171.872.447,0000
Proveedores Nacionales	PN	28.001.711,0000
Proveedores del Exterior	PE	0,0000
Porción Corriente Obligaciones Financieras a L/P.	POROFPL	123.134.822,0000
Acreedores Varios	AVAR	176.754.109,0000
Impuestos por pagar	IMPO	0,0000
TOTAL PASIVO CORRIENTE	PCTE	499.763.089,0000
Obligaciones Financieras Largo Plazo	OFCPL	304.648.201,0000
Pensiones de Jubilación	PJ	0,0000
Cuenta Accionistas	CA	992.950.892,0000
TOTAL PASIVO	TOTAL PASIVO	1.797.362.182,0000
Capital	K	1.142.340.615,0000
Superavit	Superavit	1.270.014.423,0000
Utilidad del Ejercicio	UE	243.544.635,0000
TOTAL PATRIMONIO	PATRIM	2.655.899.673,0000
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	TP+P	4.453.261.855,0000

INVERSIONES EN CAPITAL	
+ CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL	162.685.815
+ ACTIVO FIJO	4.085.820.220
- OTROS PASIVOS OPERATIVOS SIN COSTO	0
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	4.248.506.035
+ PASIVO FINANCIERO	599.655.470
+ CUENTAS SOCIOS	992.950.892
+ PATRIMONIO	2.655.899.673
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	4.248.506.035
Validación	ESTA BIEN

Estado de Resultados	
Ventas	712.206.335
Costo de ventas	279.848.629
Utilidad Bruta	432.357.706
Gastos operacionales	45.754.080
Utilidad Operacional	386.603.626
Gastos financieros	11.919.572
Utilidad antes de impuestos	374.684.054
Provision imptos	131.139.419
Utilidad Neta	243.544.635
NOPAT	251.292.357

Fuente: Datos tomados de Informe de Gestión y Financiamiento 2002, 2003, 2004. Bogotá.

ANALISIS FINANCIEROS ETB

BALANCE		
		110.408.155
Cuentas por Cobrar	CC	10.469.364
Inventarios	INV	14.969.521
Gastos pagados por Anticipado	GPA	627.774.264
Deudores Oficiales	DOFI	4.000
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	ACTE	763.625.304
Terrenos	TENOS	164.022.985
Maquinaria y Equipo	MYE	2.033.568.768
Depreciación Acumulada	DA	-139.460.782
Total Propiedad Planta y Equipo Neto	TPPEN	2.058.130.971
Inversiones en Otras Compañías	INVOC	543.638.127
Terrenos Imporproductivos	TIMPRO	0
TOTAL ACTIVO FIJO	AFIJO	2.601.769.098
TOTAL ACTIVO	TOTAL ACTIVO	3.365.394.402
Obligaciones Financiera Corto Plazo	OFCP	97.827.831
Proveedores Nacionales	PN	90.603.133
Proveedores del Exterior	PE	220.216.892
Porción Corriente Obligaciones Financieras a L/P.	POROFPL	123.134.822
Acreedores Varios	AVAR	95.046.661
Impuestos por pagar	IMPO	133.500.915
TOTAL PASIVO CORRIENTE	PCTE	760.330.254
Obligaciones Financieras Largo Plazo	OFCP	112.500.000
Pensiones de Jubilación	PJ	12.287.451
Cuenta Accionistas	CA	1.173.241.909
TOTAL PASIVO	TOTAL PASIVO	2.058.359.614
Capital	K	1.652.829.240
Superavit	Superavit	266.378.938
Utilidad del Ejercicio	UE	151.443.914
TOTAL PATRIMONIO	PATRIM	2.070.652.092
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	TP+P	4.129.011.706

INVERSIONES EN CAPITAL	
+ CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL	1.248.442.172
+ ACTIVO FIJO	4.085.820.220
- OTROS PASIVOS OPERATIVOS SIN COSTO	-12.287.451
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	5.321.974.941
+ PASIVO FINANCIERO	333.462.653
+ CUENTAS SOCIOS	1.173.241.909
+ PATRIMONIO	2.070.652.092
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	3.577.356.654
Validación	ESTA MAL

Estado de Resultados	
Ventas	1.382.597.634
Costo de ventas	718.119.520
Utilidad Bruta	664.478.114
Gastos operacionales	247.565.063
Utilidad Operacional	416.913.051
Gastos financieros	183.922.414
Utilidad antes de impuestos	232.990.637
Provision imptos	81.546.723
Utilidad Neta	151.443.914
NOPAT	270.993.483

Fuente: Datos tomados de Informe de Gestión y Financiamiento 2002, 2003, 2004. Bogotá.

ANALISIS

ISA

COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Debt	COP \$	POND %	Cto D
Obligaciones Financieras C.P	\$ 295.007.269	16,41%	14,20%
Obligaciones Financ L.P	\$ 304.648.201	16,95%	16,00%
Acreedores Varios	\$ 176.754.109	9,83%	4,00%
Proveedores Nacionales	\$ 28.001.711	1,56%	8,00%
Pasivos pensionales	\$ -	0,00%	0,00%
Impuestos	\$ 300	0,00%	0,00%
Accionistas	\$ 992.950.892	55,24%	21,38%
Proveedores Exterior	\$ -	0,00%	8,00%
Pasivos	\$ 1.797.362.482	100%	

17,37%

Riesgo 20%

CPPC	COP \$	POND %	Cto
PASIVOS	\$ 1.797.362.182	40,36%	17,37%
PATRIMONIO	\$ 2.655.899.673	59,64%	21,38%
RIESGO PAIS			
TOTAL	\$ 4.453.261.855	100%	

CPPC / WACC

19,76%

EVA

EVA 1	
INVERSIONES DE CAPITAL	4.248.506.035
ROIC	5,91%
WACC	19,76%
EVA 1	-588.312.323

EVA 2	
NOPAT	251.292.357
INVERSIONES DE CAPITAL	4.248.506.035
WACC	19,76%
EVA 2	-588.312.323

Fuente: Datos tomados de Informe de Gestión y Financiamiento 2002, 2003, 2004. Bogotá.

COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Debt	COP \$	POND %	Cto D
Obligaciones Financieras C	\$ 220.962.653	12,82%	14,20%
Obligaciones Financ L.P	\$ 304.648.201	17,68%	16,00%
Acreedores Varios	\$ 176.754.109	10,26%	4,00%
Proveedores Nacionales	\$ 28.001.711	1,62%	8,00%
Pasivos pensionales	\$ -	0,00%	0,00%
Impuestos	\$ 300	0,00%	0,00%
Accionistas	\$ 992.950.892	57,62%	21,38%
Proveedores Exterior	\$ -	0,00%	8,00%
Pasivos	\$ 1.723.317.866	100%	

Riesgo 20%

CPPC	COP \$	POND %	Cto
PASIVOS	\$ 1.797.362.182	40,36%	17,51%
PATRIMONIO	\$ 2.655.899.673	59,64%	21,38%
RIESGO PAIS			
TOTAL	\$ 4.453.261.855	100%	

17,51%

CPPC / WACC

19,82%

EVA 1

EVA 1	
INVERSIONES DE CAPITAL	3.577.356.654
ROIC	7,58%
WACC	19,24%
EVA 1	-417.269.920

EVA 2	
NOPAT	270.993.483
INVERSIONES DE CAPITAL	3.577.356.654
WACC	19,24%
EVA 2	-417.269.920

Fuente: Datos tomados de Informe de Gestión y Financiamiento 2002, 2003, 2004. Bogotá.

Resumen

BETA ETB

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múlt	0,368087458
Coefficiente de determinación R	0,135488377
R ² ajustado	0,133720459
Error típico	0,01873045
Observaciones	491

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,026886638	0,026886638	76,6373	3,35823E-17
Residuos	489	0,17155576	0,00035083		
Total	490	0,198442398			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-0,000673022	0,000857465	-0,784897575	0,43289	-0,002357792	0,001011748	-0,002357792	0,001011748
Variable X 1	0,622606742	0,071120334	8,754271901	3,4E-17	0,482867598	0,762345885	0,482867598	0,762345885

Fuente: Procesamiento de los autores con base en datos de los índices de gestión de ETB e ISA 2004.

Resumen

BETA

ISA

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,412448023
Coefficiente de determinación R ²	0,170113372
R ² ajustado	0,168416262
Error típico	0,017831337
Observaciones	491

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,031871048	0,031871048	100,237112	1,37268E-21
Residuos	489	0,15548076	0,000317957		
Total	490	0,187351808			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	0,000607156	0,000816304	0,743787033	0,45736255	-0,00099674	0,002211053	-0,00099674	0,002211053
Variable X 1	0,67786582	0,06770636	10,01184858	1,3727E-21	0,544834545	0,810897096	0,544834545	0,810897096

Fuente: Procesamiento de los autores con base en datos de los índices de gestión de ETB e ISA 2004.

